

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– Février 2001 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 23 janvier 2001 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire publié en novembre 2000.

Le 23 janvier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de un quart de point de pourcentage pour le fixer à 5 3/4 %*. Cette mesure a été prise à la lumière des retombées de l'évolution décrite ci-après sur la tendance future de l'inflation au Canada.

* * *

Dans sa livraison de novembre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque prévoyait que la vigoureuse expansion de l'économie mondiale allait se poursuivre en 2001, mais à un rythme sensiblement moins rapide, particulièrement aux États-Unis.

Depuis, on a observé un nombre croissant de signes indiquant que le ralentissement de la croissance économique à l'échelle mondiale s'est amorcé un peu plus tôt et est un peu plus prononcé que projeté. Par conséquent, les prévisions de la croissance en Europe et au Japon pour 2001 ont été révisées quelque peu à la baisse. En ce qui concerne les États-Unis, nous nous attendons maintenant à un taux d'expansion de 2 à 2,5 %, soit un plein point de pourcentage sous la plage des valeurs indiquée dans le *Rapport* de novembre. Cette prévision de la croissance en 2001 reflète un ralentissement de l'économie au premier semestre, suivi d'une reprise relativement robuste au second.

* La Banque a adopté un calendrier annuel de huit dates préétablies pour l'annonce des modifications au taux officiel d'escompte. On trouvera les autres dates pour 2001 à la note technique 4 du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 2000 ou encore dans notre site Web.

Faits saillants

- Le dynamisme qui anime l'économie canadienne s'est maintenu durant le quatrième trimestre de 2000, à la faveur de la progression vigoureuse de la demande intérieure.
- Les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont assombries plus brusquement que prévu.
- Le 23 janvier, la Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de un quart de point de pourcentage, pour le fixer à 5 3/4 %.
- La Banque a révisé à la baisse sa prévision du taux de croissance du PIB réel au Canada en 2001, le ramenant à environ 3 % — soit la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier.
- À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence était, en décembre, légèrement plus élevée que projeté, mais on prévoit qu'elle se stabilisera aux alentours de 2 % durant le reste de l'année.
- Dans la foulée du recul récent des cours mondiaux du pétrole, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se rapprocher de celui de l'indice de référence au second semestre de 2001.

Malgré le tassement de l'économie mondiale et une décélération de la croissance des exportations, le rythme d'expansion de l'activité au Canada est demeuré robuste au second semestre de 2000, grâce à la vigueur de la demande intérieure. De fait, pendant cette période, il a légèrement dépassé les attentes de la Banque. L'emploi s'est aussi accru rapidement, ce qui témoigne du dynamisme de notre économie. En dépit de la présence de ces facteurs à l'aube de 2001, la Banque a révisé à la baisse sa prévision du taux de croissance pour la nouvelle année, le ramenant à environ 3 % — soit la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier —, à cause de l'incidence de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie américaine à la fin de 2000 et au premier semestre de cette année.

À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence était, en décembre, légèrement plus élevée qu'on ne s'y attendait. Même si une certaine volatilité d'un mois à l'autre pourrait pousser temporairement cette mesure de l'inflation au-dessus de 2 % dans le court terme, la Banque estime que celle-ci devrait se stabiliser à environ 2 % durant le reste de l'année. Les prix du pétrole brut étant tombés à 30 \$ approximativement le baril, il semble maintenant probable que le taux d'accroissement de l'IPC global, actuellement juste au-dessus de 3 %, baissera pour se situer aux alentours de 2 % au second semestre de 2001.

L'évolution observée au cours des trois derniers mois a modifié les risques et les incertitudes pesant sur les perspectives de l'économie canadienne. Le ralentissement maintenant manifeste de l'économie américaine soulève la question de savoir à quel point il sera prononcé et combien il faudra de temps à l'économie pour se ressaisir. Pour ce qui est du Canada, la grande inconnue est la mesure dans laquelle la vigueur actuelle de la demande intérieure continuera de compenser l'affaiblissement de la demande américaine de produits canadiens. Le recul récent des prix mondiaux du pétrole a également atténué quelque peu le risque que les taux d'inflation cités dans les manchettes n'entraînent une accentuation des attentes d'inflation. Parallèlement, une certaine incertitude subsiste en ce qui concerne la croissance future de la capacité de production. Les gains de productivité réalisés récemment donnent à penser que le rythme d'expansion de la production

potentielle pourrait être supérieur à 3 %, le niveau que la Banque retient pour hypothèse. Néanmoins, selon les derniers indicateurs, l'économie fonctionnerait près des limites de sa capacité.

La conjoncture internationale

Les marchés émergents

La croissance des économies à marché émergent a été un peu plus vive que prévu. Néanmoins, un certain nombre de risques continuent de peser sur les perspectives à court terme. Les dispositions des marchés à l'égard des économies émergentes de l'Asie se sont détériorées au fil des derniers mois, ce qui tient en grande partie aux inquiétudes que suscite la possibilité d'un repli de la demande mondiale de produits électroniques, aux répercussions des cours élevés du pétrole, à l'instabilité politique et, dans certains cas, à la lenteur avec laquelle s'opèrent les restructurations des secteurs privé et financier. Par ailleurs, la Turquie et l'Argentine — deux gros emprunteurs sur les marchés internationaux — ont dû négocier de nouveaux programmes de financement avec le FMI.

Certaines des pressions qui s'exercent sur les économies à marché émergent seront cependant atténuées par le repli des taux d'intérêt aux États-Unis, et les pays ayant choisi d'arrimer leur monnaie au dollar américain bénéficieront de la récente dépréciation de cette devise.

La zone euro et le Japon

Dans la zone euro, le rythme d'expansion s'est ralenti au second semestre de 2000, en partie à cause des majorations des taux directeurs décidées antérieurement par la Banque centrale européenne. Par ailleurs, les sondages indiquent que la confiance des entreprises et des ménages aurait fléchi récemment. De fait, la dépense des ménages a diminué sensiblement au troisième trimestre. On s'attend, par conséquent, à ce que la croissance dans la zone euro en 2001 s'inscrive juste au-dessous des 3 % qui étaient projetés dans la livraison de novembre du *Rapport*.

L'économie japonaise reste fragile. Le PIB réel ne s'est que faiblement relevé aux deuxième et troisième trimestres de 2000, en dépit des investissements considérables effectués par les entreprises. La dépense des ménages est demeurée stationnaire en raison de la faible

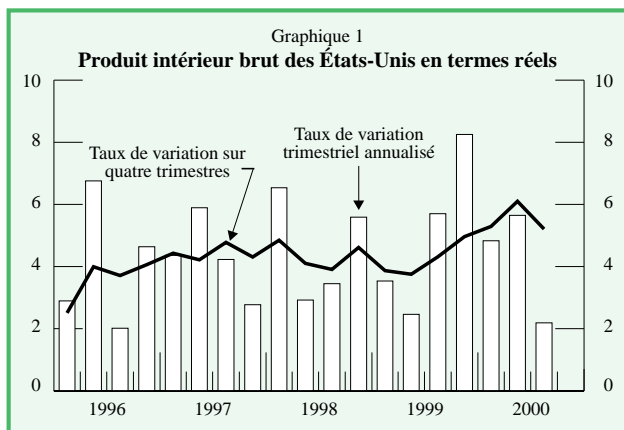
croissance des revenus et de l'inquiétude que suscitent les perspectives d'emploi. De plus, les effets retardés de l'appréciation du yen ont contribué à ralentir de façon marquée la croissance des exportations. On prévoit que l'économie japonaise progressera à un rythme d'environ 1,0 % en 2001, ce qui est inférieur au taux de 1,5 % cité dans le *Rapport* de novembre.

L'expansion économique dans la zone euro et au Japon décélère un peu plus vite que prévu.

Les États-Unis

Les données récentes indiquent que la baisse de régime de l'économie américaine est survenue plus brusquement et a été plus prononcée que prévu. Puisque la demande était déjà excédentaire, un certain tassement de l'activité était indiqué pour permettre une atténuation des pressions inflationnistes.

Le PIB réel n'a progressé que de 2,2 % au troisième trimestre de 2000, en nette diminution par rapport aux trimestres précédents (Graphique 1). La croissance de l'emploi a aussi ralenti de manière sensible ces derniers mois, et le nombre moyen d'heures travaillées a chuté.



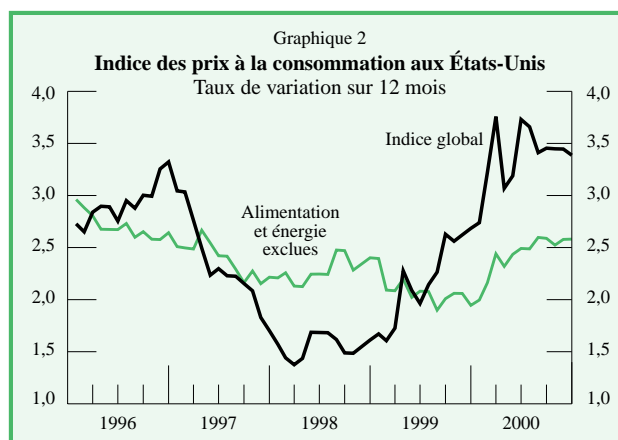
Les dépenses de consommation (particulièrement en véhicules automobiles) et la construction de logements se sont repliées en réaction aux hausses antérieures des taux d'intérêt, au recul de la richesse personnelle qu'a provoqué le fléchissement des cours des actions et au renchérissement de l'énergie.

Parallèlement, le resserrement des conditions de crédit et des modalités

d'emprunt, conjugué à la réduction des marges bénéficiaires, a freiné dans une certaine mesure les investissements des entreprises.

La Banque s'attend maintenant à ce que le PIB réel des États-Unis progresse à un rythme de 2,0 à 2,5 % en 2001 par rapport à 2000. La croissance devrait être particulièrement faible au premier semestre puis se redresser assez fortement aux troisième et quatrième trimestres.

Bien que le taux de croissance de l'économie américaine soit tombé en deçà de celui de la production potentielle, l'inflation tendancielle n'a pas encore montré de signes d'atténuation (Graphique 2). L'économie des États-Unis continue de tourner à un rythme élevé, comme en témoigne son bas taux de chômage.



Néanmoins, compte tenu du ralentissement de l'activité, le Comité de l'open market a décidé, à sa réunion de décembre, d'axer son action en fonction non plus d'une intensification des pressions inflationnistes, mais plutôt d'un affaiblissement de l'économie. C'est dans cet esprit que le Comité a abaissé de 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux au début de janvier, avant même la date prévue de sa prochaine réunion.

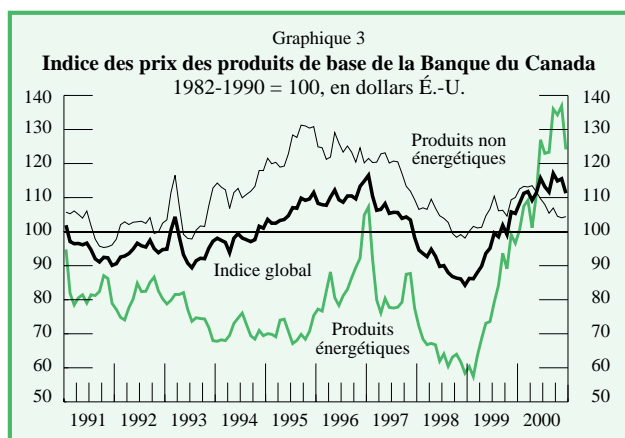
Au 23 janvier, les marchés financiers s'attendaient à ce que la Réserve fédérale réduise son taux cible de 50 points de base additionnels à la réunion qu'elle tiendra à la fin de janvier et de 50 autres points de base d'ici le milieu de l'année.

Le ralentissement de l'économie américaine est survenu plus brusquement qu'on ne s'y attendait.

Les prix des produits de base

Les cours du pétrole brut et du gaz naturel ont été volatils depuis la fin d'octobre, en raison du faible niveau des stocks de produits pétroliers comme le mazout, du temps froid et des inquiétudes suscitées par les tensions au Moyen-Orient. Dans l'ensemble, toutefois, les prix du pétrole ont baissé au cours de cette période, à mesure que les effets de l'augmentation de l'offre mondiale se faisaient sentir. Les cours du gaz naturel, qui sont actuellement très élevés à cause du resserrement de l'offre et des conditions hivernales, devraient également fléchir cette année.

Bien que les prix du bétail et des céréales se soient redressés, les cours en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques sont restés en deçà des prévisions de la Banque (Graphique 3).

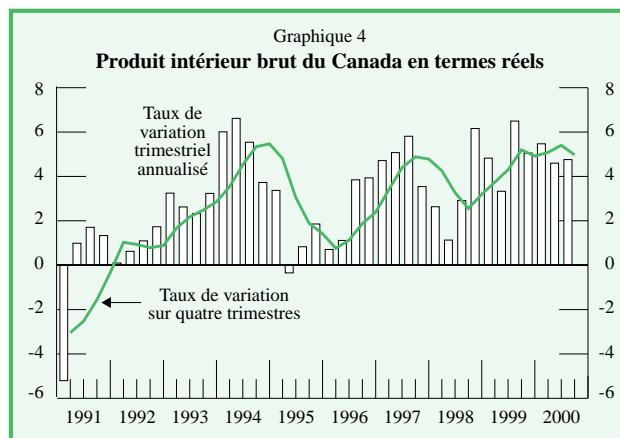


L'évolution économique au Canada

La demande globale, la production et les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le PIB réel a crû de 4,8 % en taux annuel au troisième trimestre de 2000, dépassant la limite supérieure de la plage des valeurs projetée dans le *Rapport* de novembre (Graphique 4)¹. Encore une fois, les investissements des entreprises en machines et matériel ont augmenté considérablement, ce qui traduit de nouveaux gains au chapitre des bénéfiques. La dépense des ménages s'est aussi fortement accrue. Le

1. Dans le *Rapport* de novembre, on prévoyait que la croissance réelle au troisième trimestre s'établirait entre 3,5 et 4,5 %.



volume des exportations s'est inscrit en baisse, cependant, en raison surtout du ralentissement marqué de la croissance de la demande globale aux États-Unis et des problèmes d'approvisionnement dans le secteur énergétique et l'industrie automobile. Ce brusque affaiblissement de la progression de la demande extérieure de produits canadiens a contribué à une hausse substantielle des stocks dans le secteur manufacturier.

En ce qui concerne le dernier trimestre de 2000, les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion économique s'est poursuivie, se situant à l'intérieur d'une plage de 3 à 3,5 %. Il semble que les exportations se soient redressées quelque peu, les problèmes d'approvisionnement mentionnés ci-dessus ayant été résolus. La construction résidentielle paraît avoir connu un vif essor, tandis que, dans l'ensemble, les dépenses de consommation auraient bénéficié d'une nouvelle hausse de l'emploi. Les dépenses au titre des véhicules automobiles ont toutefois reculé, les rabais offerts par les concessionnaires se faisant moins attrayants. Les premières données laissent par ailleurs entrevoir un ralentissement sensible de la progression des investissements des entreprises.

À la lumière de la croissance supérieure aux attentes enregistrée au troisième trimestre et des légères révisions à la hausse apportées aux chiffres du PIB réel pour le premier

Après avoir affiché une tenue très solide en 2000, l'économie canadienne devrait croître d'environ 3 % cette année.

semestre de l'année, on estime que l'activité économique en 2000 a progressé de 5 % en moyenne annuelle. La Banque prévoit maintenant pour 2001 une expansion d'environ 3 %, ce qui correspond à la limite inférieure de la plage de 3 à 4 % projetée en novembre dernier et est presque équivalent au taux de croissance de la production potentielle que la Banque prend pour hypothèse. Cette révision à la baisse reflète les conséquences pour le Canada du ralentissement plus marqué que prévu de l'économie américaine, particulièrement au premier semestre de l'année.

L'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité.

La vigueur de l'expansion économique au Canada au troisième trimestre de 2000 et la bonne tenue observée au quatrième trimestre incitent à croire que notre économie fonctionne maintenant à peu près à pleine capacité, comme nous le prévoyions dans le *Rapport* de novembre.

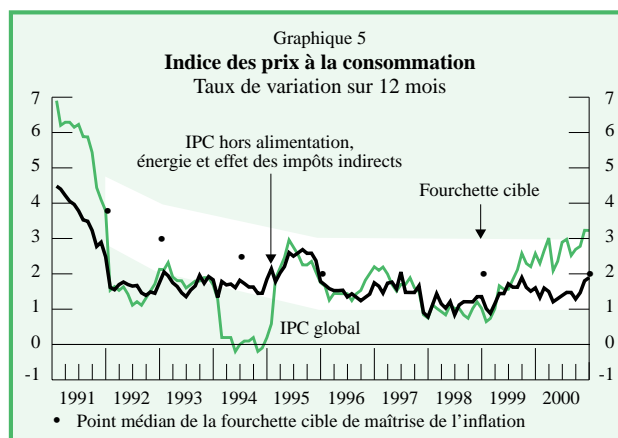
Selon Statistique Canada, la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles se situait au troisième trimestre environ au même niveau qu'à la fin des années 1980. Des pénuries de main-d'œuvre qualifiée sont constamment signalées dans des secteurs tels que ceux de la haute technologie et de la construction. De même, les taux d'inoccupation des immeubles résidentiels et commerciaux sont très bas.

Néanmoins, plusieurs indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production laissent supposer qu'il restait une petite marge de capacités excédentaires au second semestre de 2000. Par exemple, le niveau des stocks par rapport aux ventes a augmenté au cours de la dernière année, et les taux d'activité de la main-d'œuvre ont également continué de progresser.

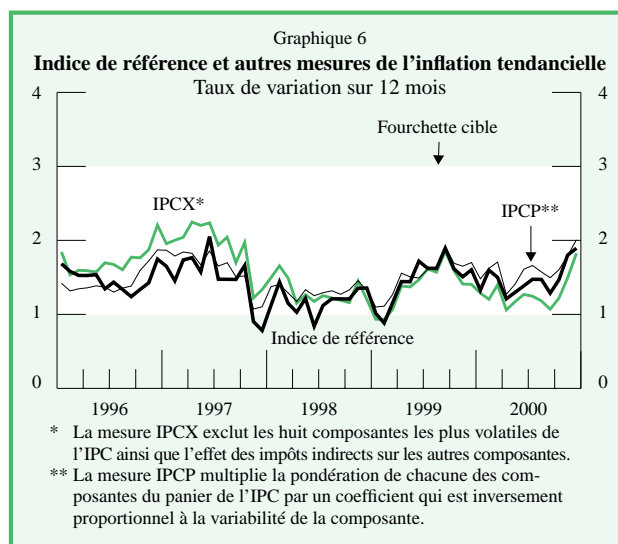
Dans l'ensemble, l'éventail complet des indicateurs les plus récents donne à penser que l'économie fonctionne près des limites de sa capacité.

Les prix et les coûts

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence s'établissait à 1,9 % en décembre, contre 1,3 % en septembre, dépassant ainsi quelque peu les prévisions



contenues dans le *Rapport* de novembre (Graphique 5). Le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence reflétait en partie la décision des fabricants et des concessionnaires d'automobiles de restreindre leurs rabais. La montée de l'inflation au quatrième trimestre pourrait aussi indiquer que les capacités excédentaires de production se sont en grande partie résorbées. Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se situaient près de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 6).

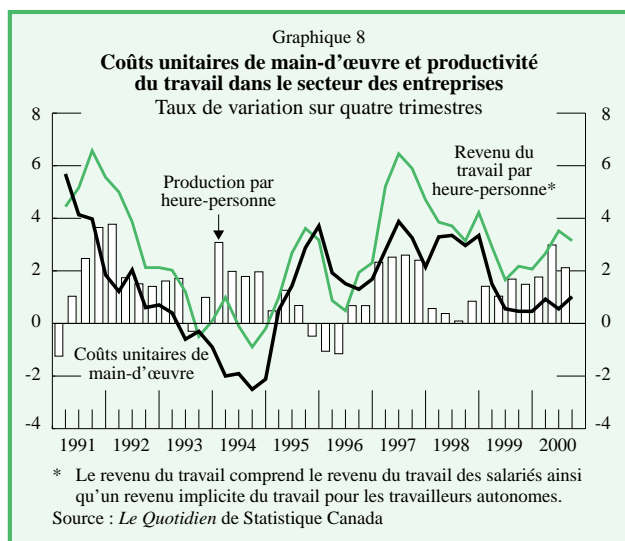
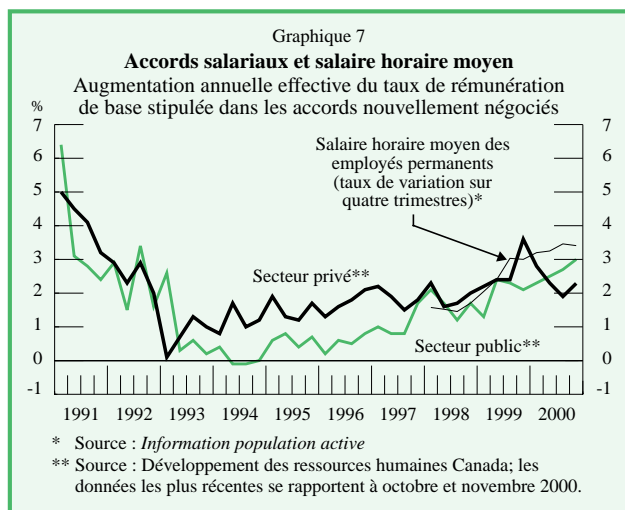


Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global en décembre était de 3,2 %, ce qui demeurerait nettement supérieur à celui de l'indice de référence et reflétait la hausse substantielle des prix à la consommation de l'énergie au cours de la dernière année. Bien que les effets de première vague du renchérissement de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice

de référence aient été minimales, il est probable que les majorations des tarifs annoncées récemment dans le secteur des transports auront une incidence sur les prix à la consommation en 2001.

Selon les indicateurs illustrés au Graphique 7 et les chiffres relatifs à la rémunération du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises (Graphique 8), le taux d'augmentation tendancielle du salaire moyen serait monté tout juste au-dessus de 3 %.

Le taux de progression sur quatre trimestres de la production par heure-personne dans le secteur des entreprises ayant été de 2,1 % au troisième trimestre de 2000, la hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans ce secteur s'est maintenue à 1,0 %.



On s'attend maintenant à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se stabilise aux alentours de 2 % en 2001, quoique la volatilité mensuelle puisse la pousser temporairement au-delà de ce seuil à court terme. Cette prévision s'appuie sur le maintien autour de 2 % du taux d'inflation attendu à long terme et la poursuite d'un équilibre entre la demande et l'offre globales au sein de l'économie.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se stabilise aux alentours de 2 % en 2001.

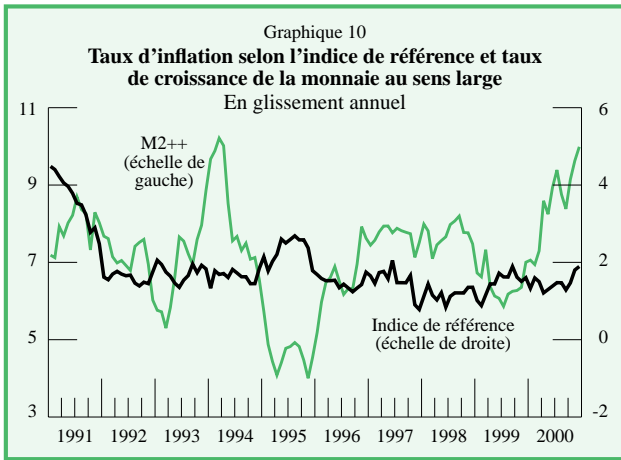
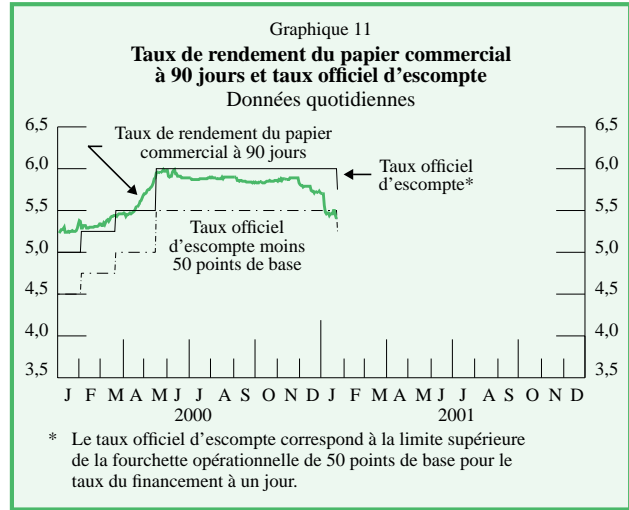
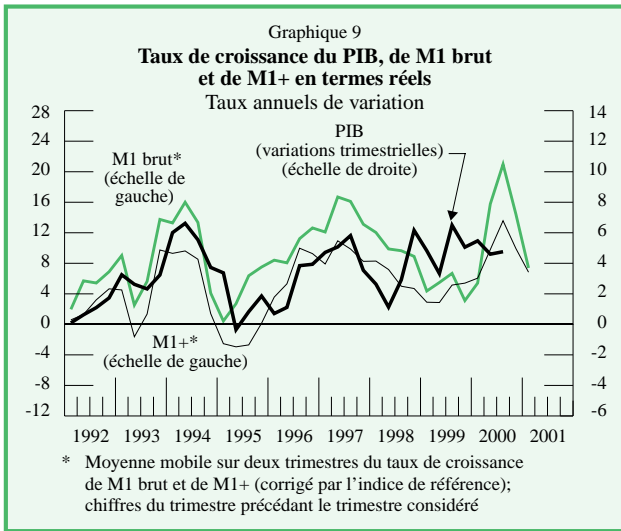
Si les cours du pétrole brut se stabilisent à 30 dollars É.-U. le baril ou en deçà, la hausse sur douze mois de l'IPC global devrait fléchir pour se situer à environ 2 % au second semestre de 2001².

L'évolution des agrégats monétaires

La croissance de M1 brut s'est ralentie à nouveau au quatrième trimestre. Cet agrégat n'a crû que de 7 % (en taux annualisé) d'octobre à décembre, ce qui est bien au-dessous des taux d'accroissement enregistrés précédemment durant l'année. Quoiqu'il en soit, à 15 %, son rythme de progression en glissement annuel demeure élevé. Les taux d'augmentation en glissement annuel de M1+ et de M1++ sont restés stables au cours des trois derniers mois, se chiffrant à environ 12 et 10 % respectivement. Des facteurs spéciaux maintiennent le rythme d'expansion des agrégats au sens étroit au-dessus du taux de croissance sous-jacent des encaisses de transaction. On estime que les dépôts des institutions financières auprès des banques et ceux des entreprises et des particuliers auprès des courtiers en valeurs mobilières continuent d'expliquer environ 3 points de pourcentage de la progression de M1 brut en glissement annuel.

Si l'on corrige les données pour tenir compte de ces facteurs, l'expansion récente de la monnaie au sens étroit donne à penser que le PIB réel croîtra à un rythme d'environ 4 % en 2001, ce qui est supérieur au taux projeté par la

2. Cette projection cadre avec un taux d'augmentation annuel moyen de l'IPC global en 2001 se situant très près du taux moyen de 2,4 % sur lequel tablent les prévisionnistes du secteur privé (chiffre tiré de la livraison de janvier 2001 de *Consensus Forecasts*).



Banque (Graphique 9). La progression des agrégats étroits porte également à croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait augmenter pour s'établir au-dessus du point médian de la fourchette cible en 2001.

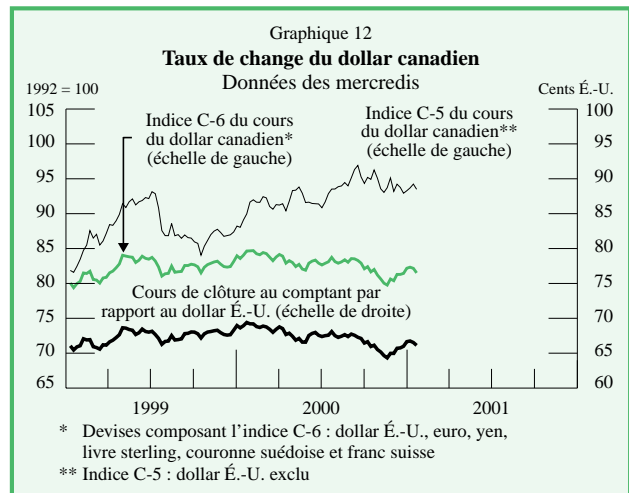
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'agrégat au sens large M2++ est monté à 10 % en décembre (Graphique 10). La vigueur de cet agrégat laisse entrevoir pour l'indice de référence un profil de croissance légèrement supérieur à celui qu'implique l'expansion de la monnaie au sens étroit.

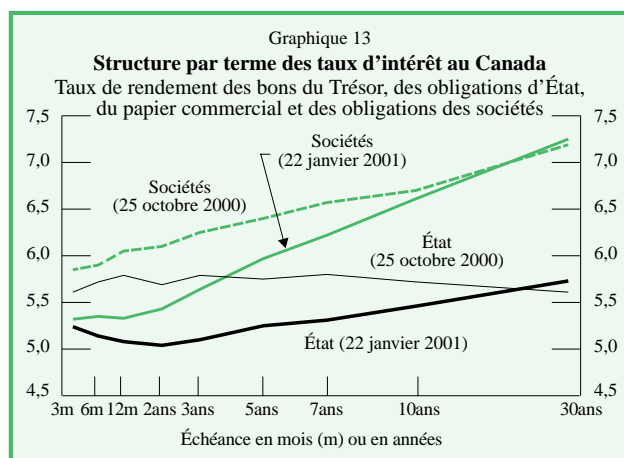
Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

La Banque a maintenu le taux officiel d'escompte (Graphique 11) à 6,0 % le 5 décembre 2000, la première date préétablie pour l'annonce des mesures de politique

monétaire, puis elle l'a ramené à 5 3/4 % à la date préétablie suivante, le 23 janvier 2001. Les deux décisions avaient été en grande partie anticipées par les marchés financiers. Ceux-ci s'attendent à de nouvelles réductions des taux courts d'ici le milieu de l'année.

Au cours des trois derniers mois, l'indice des conditions monétaires a fluctué entre -6,7 et -5,5, sous l'effet combiné d'un repli des taux d'intérêt à court terme et d'un raffermissement du dollar canadien (Graphique 12). L'appréciation de notre monnaie tient en partie à la correction qu'a subie le dollar américain vis-à-vis d'un grand nombre de grandes monnaies par suite du ralentissement de l'économie des États-Unis relativement à celle d'autres pays et de la décreue des taux d'intérêt chez nos voisins du sud.

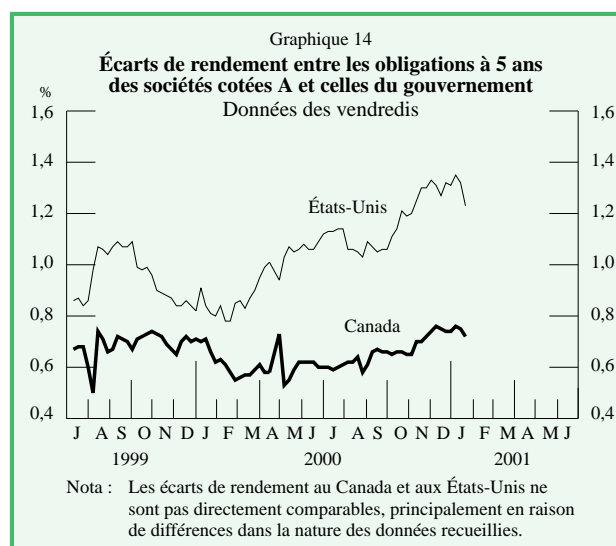




Les taux d'intérêt appliqués aux emprunts publics (Graphique 13) ont fléchi à la fois au Canada et aux États-Unis pour toute la gamme des échéances, les opérateurs des marchés étant de plus en plus convaincus que le taux de croissance de l'économie américaine est en voie de glisser sous celui de la production potentielle. Les écarts de rendement entre les titres d'État canadiens et américains pour les termes de 2 à 30 ans sont devenus légèrement positifs vers la fin de 2000 et le sont demeurés depuis.

Les conditions de crédit offertes aux emprunteurs canadiens se sont légèrement resserrées, les prêteurs étant devenus plus réfractaires au risque à ce point-ci du cycle économique.

Aux États-Unis, les conditions de crédit se sont en général durcies davantage qu'au Canada, ce qui traduit probablement l'opinion des marchés quant à l'ampleur du ralentissement de l'économie américaine. Ces conditions, reflétées dans les écarts de crédit, se



sont quelque peu assouplies par suite de l'intervention de la Réserve fédérale visant à faire baisser les taux d'intérêt (Graphique 14).

Depuis les sommets atteints l'été dernier, la plupart des principaux indices boursiers du monde ont reculé. Les fluctuations des valeurs technologiques ont été particulièrement prononcées. Ces derniers temps, bien que la plupart des valeurs boursières aient augmenté, elles restent bien en deçà des sommets enregistrés précédemment, et la volatilité continue de régner sur les marchés. Les cours des actions incorporeraient maintenant des attentes plus réalistes quant à la croissance future des bénéfices, notamment dans le secteur de la technologie. Parallèlement, la volatilité des cours des actions pourrait traduire l'incertitude des opérateurs quant aux perspectives d'expansion de l'économie mondiale.

Le *Rapport sur la politique monétaire* est publié en mai et en novembre et la *Mise à jour* en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces publications, veuillez communiquer avec la :

Diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Canada

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