

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

*– mai 2001 –*

*Le dollar d'argent de 1985 illustré en couverture, qui est l'œuvre de Karel Roblicek, a été frappé pour marquer le centenaire des parcs nationaux du Canada. Les bases de notre réseau de parcs nationaux ont en effet été jetées en novembre 1885, lorsqu'il a été décidé qu'un territoire de 26 kilomètres carrés situé sur le versant nord du mont Sulphur serait du domaine public. C'est ainsi que le parc national Banff a vu le jour. La Division des parcs du Dominion, le premier organisme de gestion de parcs nationaux au monde, a été créée en 1911, et la Loi sur les parcs nationaux a été promulguée en 1930. Les parcs nationaux et les réserves de parc national (terres destinées à devenir des parcs) sont actuellement au nombre de 39.*

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

4516  
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— mai 2001 —

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

Tout compte fait, la Banque reste relativement optimiste quant aux perspectives économiques du Canada pour le reste de l'année et le début de 2002. [...] Les facteurs fondamentaux de l'économie canadienne sont solides; en fait, ils n'ont jamais été aussi robustes depuis près de 30 ans. Le Canada continue de jouir d'un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

*David Dodge*  
*gouverneur de la Banque du Canada*  
*Déclaration préliminaire devant*  
*le Comité sénatorial permanent*  
*des banques et du commerce*  
*28 mars 2001*

# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Introduction</b> .....	5
<b>2. L'évolution récente de l'inflation</b> .....	6
L'inflation et la fourchette cible .....	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation .....	9
<b>3. L'évolution financière</b> .....	16
Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers .....	16
Les autres aspects de l'évolution financière .....	18
<b>4. Les perspectives en matière d'inflation</b> .....	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 .....	25
Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires .....	26
Les prévisions relatives à l'inflation .....	28
<b>5. Conclusions</b> .....	29
<b>Bibliographie</b> .....	30

# 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 du revenu et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Depuis décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir la fourchette opérationnelle pour le taux 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 fourchette 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 conditions monétaires 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 l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.
- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

## 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 des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.
- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

## 1. INTRODUCTION

Au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre 2000, on estimait que l'économie mondiale conservait un grand dynamisme, malgré l'apparition de signes indiquant que le ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis s'était amorcé.

En réalité, la baisse de régime de l'économie américaine a été plus prononcée que prévu et, en grande partie sous l'effet de ce facteur, la progression de la demande mondiale a été inférieure aux projections. Le tassement de l'activité à l'échelle internationale, conjugué au recul des prix de l'énergie par rapport aux sommets atteints antérieurement, a atténué le risque d'une recrudescence des pressions inflationnistes dans le monde.

La brusque décélération de l'expansion aux États-Unis, surtout du côté de la demande de véhicules automobiles et de matériel informatique et de télécommunication, a été déterminante dans le ralentissement de la croissance économique survenu au Canada vers la fin de l'an dernier et au début de 2001. Compte tenu du rééquilibrage des stocks en cours dans les secteurs où la demande s'est repliée, on s'attend maintenant à ce que, tant aux États-Unis qu'au Canada, le rythme d'expansion au premier semestre de cette année soit nettement moindre qu'on ne l'avait projeté en novembre. En conséquence, l'économie canadienne tournera probablement un peu en deçà des limites de sa capacité au milieu de 2001, ce qui donne à penser que des pressions à la baisse s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence durant le reste de l'année.

Dans le but de favoriser une accélération de la croissance de la demande globale au second semestre de 2001 et en 2002, la Banque du Canada a abaissé le taux officiel d'escompte de 25 points de base à la date d'annonce préétablie du 23 janvier, de 50 points de base à celle du 6 mars et de 25 points de base à celle du 17 avril. Le taux d'escompte a ainsi été ramené à 5,0 %, et le taux cible du financement à un jour à 4,75 %. Ces interventions cadreraient avec l'objectif de la Banque, qui est de maintenir l'inflation à moyen terme près du point médian de sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %.

La principale source d'incertitude au sujet de l'évolution de l'économie canadienne concerne le moment et la vigueur du redressement aux États-Unis. Même si la Banque prévoit une accélération marquée de l'activité aux États-Unis au second semestre de 2001 et de nouveaux gains à ce chapitre en 2002, la soudaineté et l'ampleur du ralentissement observé incitent à croire que le raffermissement de la demande globale dans ce pays pourrait se faire attendre.

*La baisse de régime de l'économie américaine ayant été plus prononcée que prévu...*

*... la croissance de l'économie canadienne au premier semestre de 2001 s'annonce inférieure aux projections établies en novembre dernier.*

*On s'attend, par conséquent, à ce que des pressions à la baisse s'exercent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de l'année.*

*La Banque a abaissé le taux officiel d'escompte de 100 points de base au total, ce qui est compatible avec le maintien de l'inflation près de 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation qu'elle vise.*

*Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent à la date d'annonce préétablie du 17 avril 2001.*

## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

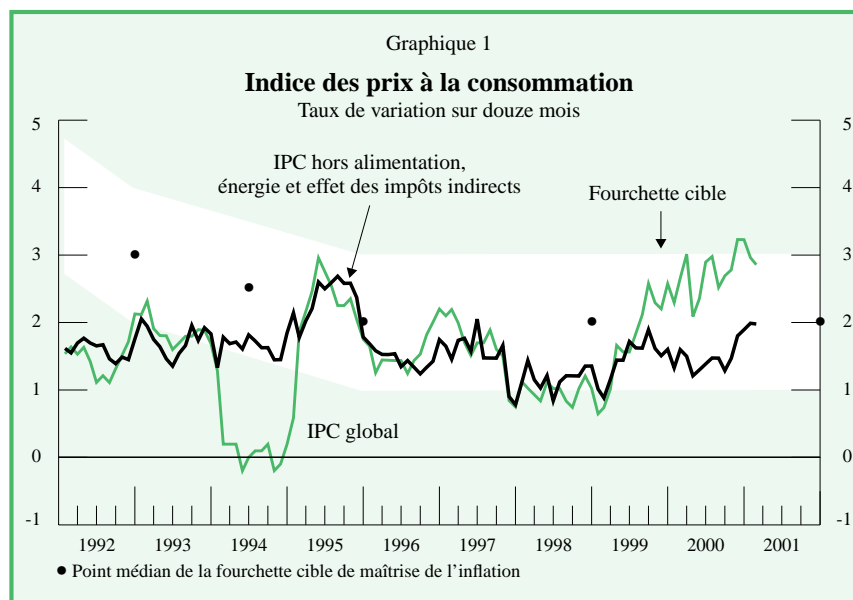
Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre un peu plus rapidement que prévu le point médian de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Le taux d'accroissement de l'IPC global, pour sa part, est demeuré près de 3 %, ce qui tient principalement à l'escalade des prix de l'énergie au cours de la dernière année.

### L'inflation et la fourchette cible

*L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté pour atteindre le milieu de la fourchette cible...*

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, qui était de 1,3 % en septembre dernier, s'établissait à 2,0 % en février, soit à un niveau légèrement supérieur à celui qui était prévu dans le *Rapport* de novembre (Graphique 1). Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle se sont situées juste en deçà de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

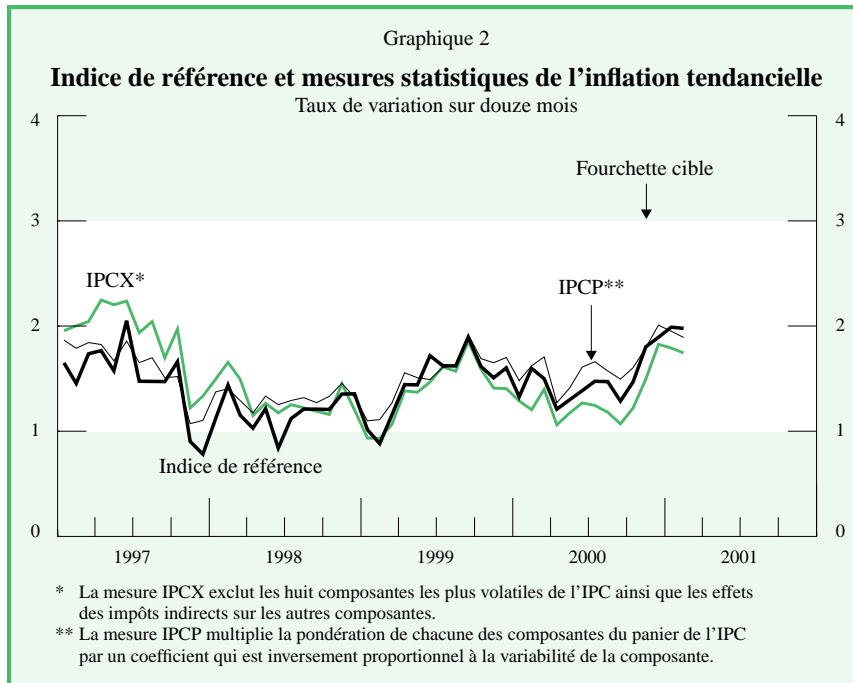
La hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence qui a été observée depuis six mois touche toutes les grandes composantes de cet indice.



*... alors que le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré près de 3 %.*

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté près de 3 % depuis l'automne, ce qui reflète les fortes majorations qu'ont subies les cours de l'énergie durant la dernière année. Bien que la montée des prix du mazout et de l'essence se soit ralentie au cours de cette période, l'insuffisance de l'offre de gaz naturel a entraîné un relèvement considérable des cours de l'énergie





en général<sup>1</sup>. Les prix des aliments, surtout ceux du bœuf, du porc et des légumes, ont aussi beaucoup augmenté depuis quelques mois.

Jusqu'à présent, les effets de première vague de la flambée des cours de l'énergie sur l'indice de référence sont demeurés faibles. Selon nos estimations, la hausse de l'indice attribuable à ce renchérissement s'est chiffrée à moins de 0,1 % au cours de la dernière année et s'est fait sentir surtout dans les tarifs du transport local et du transport aérien.

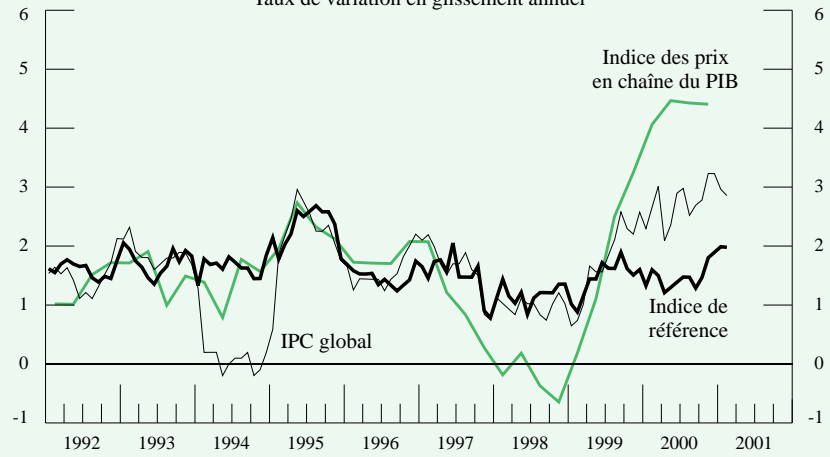
La poussée des cours des produits de base énergétiques au Canada entre la fin de 1999 et celle de 2000 contribue à expliquer la progression marquée qu'a connue durant la même période l'indice des prix en chaîne du PIB relativement à l'indice de référence (Graphique 3).

Après avoir diminué entre mai et octobre 2000, les prix des produits de base non énergétiques sont restés stables ces derniers mois (Graphique 4). Le ralentissement de la croissance économique mondiale a entraîné un nouveau recul des cours de certains métaux et de la pâte à papier, mais, par suite d'un raffermissement

1. En Alberta, la hausse des prix à la consommation du gaz naturel a été contenue, entre janvier et avril, grâce à un programme d'aide des autorités provinciales. En Colombie-Britannique, un crédit spécial du gouvernement de la province a limité l'augmentation des tarifs d'électricité entre février et avril, tandis qu'en Alberta, les remises accordées aux consommateurs par les pouvoirs publics aboutiront au même résultat pour toute l'année 2001. On estime que ces mesures ont fait baisser le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation pour l'ensemble du pays d'environ 0,3 point de pourcentage au premier trimestre de 2001.

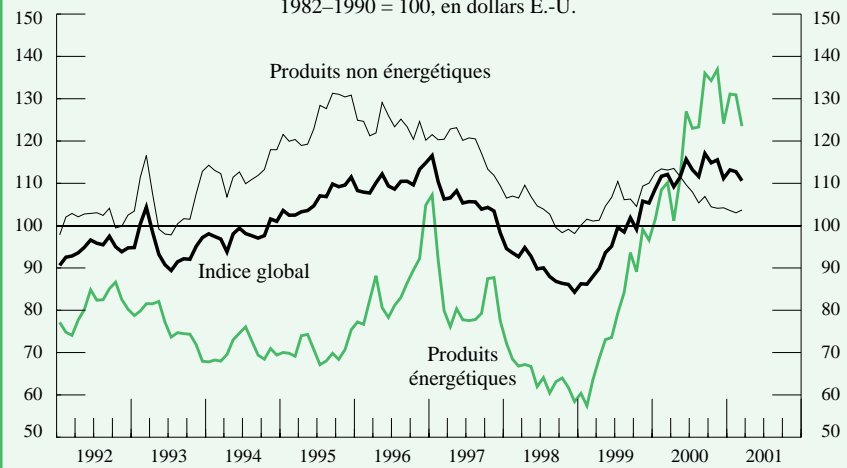
Graphique 3

**Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global**  
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 4

**Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada**  
1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



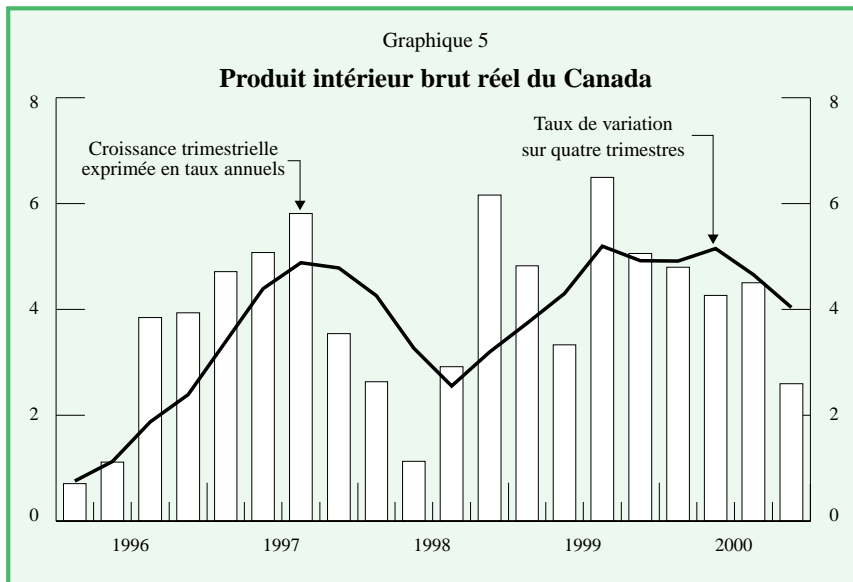
de la demande et d'un resserrement de l'offre en Europe (dû à l'épizootie de fièvre aphteuse), le prix du bétail s'est inscrit en hausse.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale

L'expansion économique au pays a décéléré au dernier trimestre de 2000, principalement sous l'effet du tassement abrupt de la croissance aux États-Unis. Le PIB réel du Canada n'a ainsi progressé que de 2,6 % en taux annuel durant cette période, contre 4,5 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année (Graphique 5)<sup>2</sup>. À la lumière de la croissance inférieure aux prévisions enregistrée durant les trois derniers mois de 2000 et des révisions à la baisse apportées aux chiffres du PIB réel pour les trois premiers trimestres, on estime désormais que l'activité économique s'est accrue à un taux annuel moyen de 4,7 % en 2000, soit moins que les 5 % attendus au moment de la rédaction de la *Mise à jour* de février. Les données dont nous disposons à l'heure actuelle indiquent que l'augmentation du PIB réel pour le premier trimestre de 2001 serait de l'ordre de 1,25 à 2,25 %, les gains solides réalisés en ce qui concerne la demande intérieure finale ayant été effacés en partie par la stagnation des exportations et un nouveau repli des investissements en stocks.

*La croissance du PIB réel a décéléré au quatrième trimestre de 2000 et est restée modeste au premier trimestre de 2001.*



2. D'après les calculs fondés sur l'indice de volume en chaîne de Fisher (voir la Note technique 3, p. 24), la progression de la production globale, qui était de 3,7 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2000, est tombée à 1,2 % au dernier trimestre.

Note technique 1

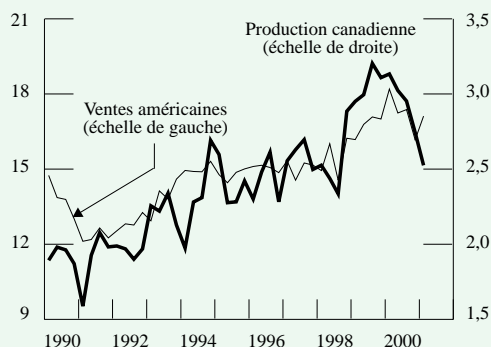
**L'évolution récente de l'industrie automobile en Amérique du Nord**

Les ventes de véhicules automobiles ont vivement augmenté aux États-Unis vers la fin des années 1990, sous l'impulsion de la demande refoulée et de la hausse des revenus des ménages. Dans ce contexte, l'évolution favorable des coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs et le fait que, résultat de décisions antérieures, les modèles assemblés dans les usines situées au Canada étaient très demandés ont permis aux fabricants de voitures canadiens de porter leur part du marché nord-américain (Mexique exclu) à environ 19 % (soit plus de trois millions d'unités) en 2000. Cette croissance s'est traduite par une progression de l'excédent commercial au titre des produits automobiles, qui est passé de moins de six milliards de dollars en 1990 à environ douze milliards (en termes réels). Durant la dernière décennie, quelque 50 000 emplois ont été créés dans l'industrie automobile; en 2000, celle-ci occupait à peu près 164 000 travailleurs. Au cours de la même période, la part de ce secteur dans le PIB réel du Canada s'est accrue de près de un point de pourcentage, pour atteindre 2,5 % environ.

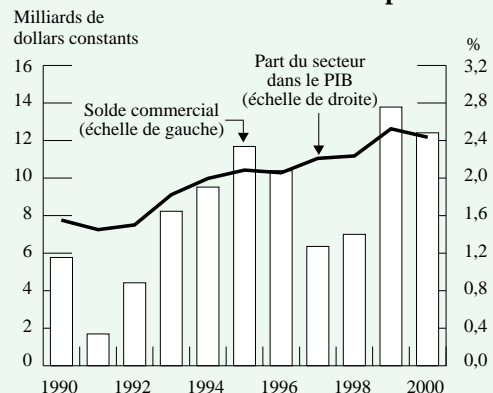
Avec la hausse de notre part du marché nord-américain, l'industrie automobile canadienne est devenue plus vulnérable à un recul des ventes aux États-Unis. Par suite du récent ralentissement observé chez nos voisins du sud, elle a réduit la production de voitures et a annoncé une série de mises à pied à la fin de 2000 et au début de 2001. Ces mesures visaient à ramener les stocks à des niveaux plus normaux. La production de véhicules automobiles et de pièces détachées au Canada a chuté d'environ 23 % en taux annualisés au quatrième trimestre de 2000, et un autre repli marqué a été enregistré au premier trimestre de 2001. Toutefois, les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis ont été supérieures aux attentes durant le premier trimestre, ce qui a fait fortement baisser le ratio stocks/ventes. Par conséquent, la production dans ce secteur devrait se redresser quelque peu au Canada au cours du deuxième trimestre.

Il est néanmoins peu probable que les niveaux des ventes et de la production retrouvent leurs sommets antérieurs, une bonne part de la demande refoulée aux États-Unis ayant vraisemblablement été satisfaite. Les achats de véhicules automobiles au Canada devraient soutenir quelque peu l'activité économique durant le deuxième semestre de l'année, étant donné la différence entre les positions conjoncturelles des deux pays, les réductions d'impôt et l'âge moyen du parc automobile, qui est plus élevé ici qu'aux États-Unis. Cependant, leur incidence sur la production de véhicules au Canada devrait rester faible, étant donné que la plupart des automobiles assemblées au pays sont destinées au marché américain et que les Canadiens achètent surtout des voitures importées.

**Production et ventes de véhicules automobiles**  
Millions d'unités



**Fabrication de produits automobiles et solde commercial au titre de ces produits**

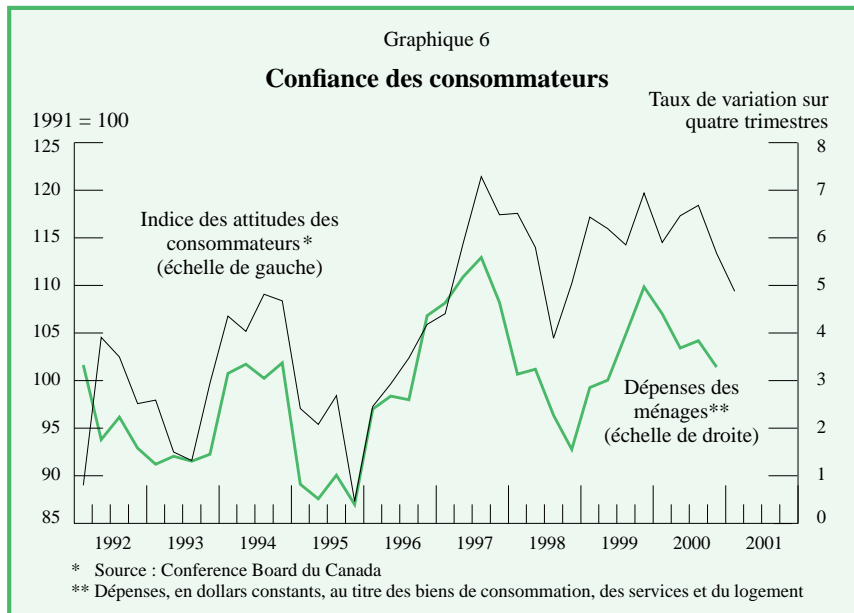


Le fléchissement qu'a accusé l'industrie automobile aux États-Unis a provoqué une baisse de nos exportations ainsi qu'une réduction de notre production dans ce secteur au quatrième trimestre de 2000 et au début de 2001, car les constructeurs canadiens ont commencé à rééquilibrer leurs stocks (Note technique 1). Cette situation a contribué à faire diminuer la production dans des industries connexes, comme celles de la première transformation des métaux et de la fabrication de pièces d'automobile. De plus, par suite du tassement marqué des dépenses des entreprises américaines en machines et matériel, la croissance des expéditions canadiennes à ce chapitre, dont celles de produits électroniques, s'est considérablement ralentie par rapport à la cadence particulièrement vigoureuse qu'elle affichait au premier semestre (Note technique 2). Préoccupés par le niveau élevé de leurs stocks, les fabricants canadiens de produits électriques et électroniques ont réduit leur rythme de production.

*Plus particulièrement, la production de véhicules automobiles a fléchi...*

*... et la fabrication de produits électriques et électroniques s'est ralentie.*

Après avoir chuté durant les trois derniers mois de 2000, les dépenses des entreprises canadiennes en biens d'équipement, en particulier les machines et le matériel ayant une forte teneur en importations, dont les ordinateurs, semblent s'être raffermies. Pour leur part, les dépenses des ménages sont demeurées robustes à la fin de 2000 et au début de 2001, stimulées par les niveaux encore élevés de la confiance des consommateurs, la solide avance de l'emploi et les baisses d'impôt pratiquées par les gouvernements fédéral et provinciaux (Graphique 6).



## Note technique 2

**La fabrication de produits électriques et électroniques  
aux États-Unis et au Canada**

La croissance plus vigoureuse qu'ont connue l'activité économique et la productivité aux États-Unis au cours des dernières années est due en grande partie aux progrès remarquables des technologies de l'information et de la communication (TIC). Ces rapides progrès ont donné lieu à de fortes baisses des prix réels des ordinateurs, des logiciels et du matériel de télécommunication, ce qui a favorisé une hausse considérable des investissements dans ces produits de haute technologie (Jorgenson et Stiroh, 2000).

Les fabricants canadiens de produits électroniques ont grandement bénéficié de l'essor des investissements en TIC sur le marché américain durant la dernière décennie. Ainsi, pendant cette période, la part des expéditions de matériel informatique et de télécommunication dans l'ensemble des exportations de biens et services a augmenté des deux tiers pour se hisser à près de 10 %. En outre, la part de la fabrication des produits électriques et électroniques dans le PIB du Canada a plus que doublé depuis 1990 et se chiffre maintenant à 2,3 %. Cette expansion de l'activité au Canada a été alimentée par l'accroissement des échanges bilatéraux de machines de bureau et de matériel de télécommunication, en particulier avec les États-Unis (Dion, 1999-2000). Au cours des douze mois qui ont pris fin au troisième trimestre de 2000, le volume des produits électriques et électroniques fabriqués au Canada s'est accru de près de 40 %; ce bond explique presque 16 % de la croissance du PIB au coût des facteurs durant cette période.

Cependant, la progression des investissements en ordinateurs et autre matériel informatique et de télécommunication a décéléré considérablement depuis le milieu de 2000. D'abord, le marché des ordinateurs personnels semble atteindre sa maturité, d'où un ralentissement marqué de son développement. Ensuite, un grand nombre d'entreprises de haute technologie aux États-Unis, notamment celles du secteur des télécommunications, se heurtent à des contraintes de financement et ont donc sabré dans leurs projets d'investissement. Ces facteurs ont donné un sérieux coup de frein à l'expansion dans l'industrie canadienne des produits électriques et électroniques au dernier trimestre de 2000, et celle-ci a réduit sa production au début de 2001. De fait, la croissance de la demande sur le marché américain et, dès lors, celle de l'activité dans cette industrie canadienne risquent de se maintenir durant le premier semestre de 2001 à un niveau bien inférieur à celui qu'elles affichaient ces dernières années.

Il reste que les perspectives d'une progression vigoureuse à long terme de la demande américaine de matériel informatique et de télécommunication demeurent prometteuses, compte tenu du rythme toujours rapide des progrès techniques dans ce domaine et des fortes réductions des prix réels de ces produits qui ne manqueront pas d'en découler. L'expansion des débouchés pour les nouveaux produits tels que les dispositifs de communication sans fil devrait aussi contribuer à une croissance robuste du marché. La grande capacité d'innovation de l'industrie canadienne, tout particulièrement dans le domaine des télécommunications, devrait aider à maintenir la position concurrentielle de cette dernière sur le marché américain à moyen terme. Il n'empêche qu'il est difficile de prévoir à quel moment la demande se redressera aux États-Unis.

## Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Divers indicateurs étayaient l'opinion selon laquelle les pressions s'exerçant sur les marchés des biens et services et du travail se sont intensifiées au cours des trois premiers trimestres de l'année dernière, et qu'il existait une demande excédentaire au sein de l'économie canadienne au second semestre. L'augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des taux salariaux durant les six derniers mois vient conforter cette opinion. En outre, les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie canadienne tournait un peu au-dessus de sa capacité à la fin de l'année (Graphique 7)<sup>3</sup>. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits non agricoles que publie Statistique Canada n'était que légèrement inférieure, au quatrième trimestre de 2000, au niveau qu'elle avait atteint à la fin des années 1980, époque où les capacités de production faisaient l'objet de fortes pressions. De plus, les taux d'occupation des logements et des immeubles à vocation commerciale sont en deçà des creux enregistrés à la fin des années 1980.

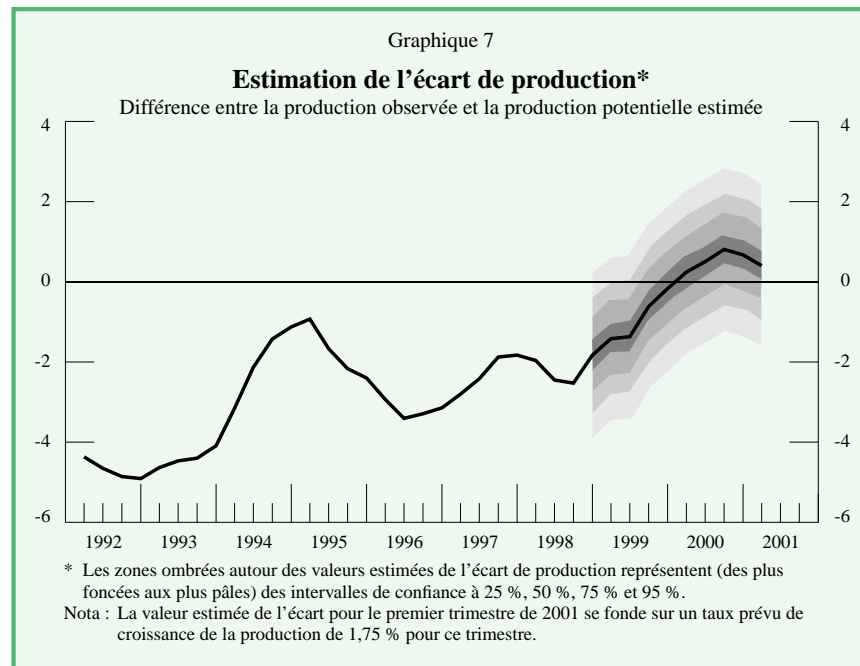
Cependant, des indicateurs plus récents incitent à croire que les pressions se faisant sentir sur l'appareil de production se sont atténuées au début de 2001. Compte tenu du ralentissement du rythme d'expansion, qui s'est établi en deçà de celui de la production potentielle, l'écart de production devrait se rapprocher de zéro au premier trimestre de 2001 selon les estimations. Le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a chuté au cours des derniers mois. De plus, les responsables des achats font état de raccourcissements des délais de livraison, et le niveau des stocks par rapport à celui des ventes a augmenté. Enfin, moins de pénuries de main-d'œuvre ont été signalées depuis décembre dernier, bien que des pressions à la hausse sur les salaires subsistent dans certains secteurs et pour certaines professions.

Somme toute, il ressort de la gamme complète des indicateurs examinés que l'économie fonctionnait, à la fin de 2000, à pleine capacité sinon au-delà, mais que les tensions se sont atténuées au premier semestre de 2001.

*Certains indicateurs semblent attester la présence d'une demande excédentaire au sein de l'économie à la fin de 2000...*

*... mais des chiffres plus récents donnent à penser que les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont atténuées au début de 2001.*

3. Il faut préciser que l'estimation de l'écart de production effectuée à l'aide de la mesure économétrique de la Banque est toujours entachée d'une grande incertitude. Ceci est particulièrement vrai en période de mutation rapide sur les plans technologique et structurel.



### Les pressions sur les coûts

*La hausse des revenus du travail s'est nettement accélérée, s'établissant entre 3,25 et 3,75 %.*

*La productivité du travail n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait, en glissement annuel, à environ 3 % à la fin de l'année.*

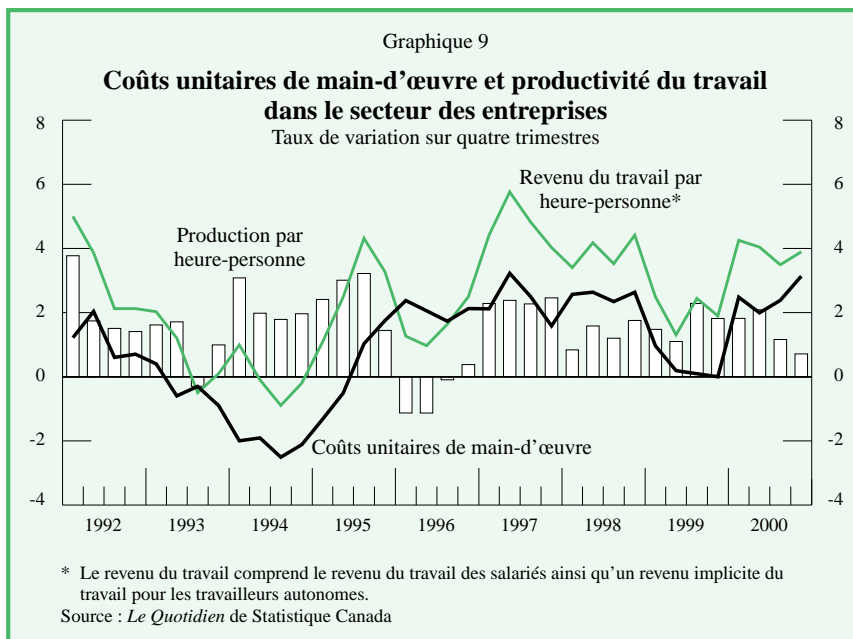
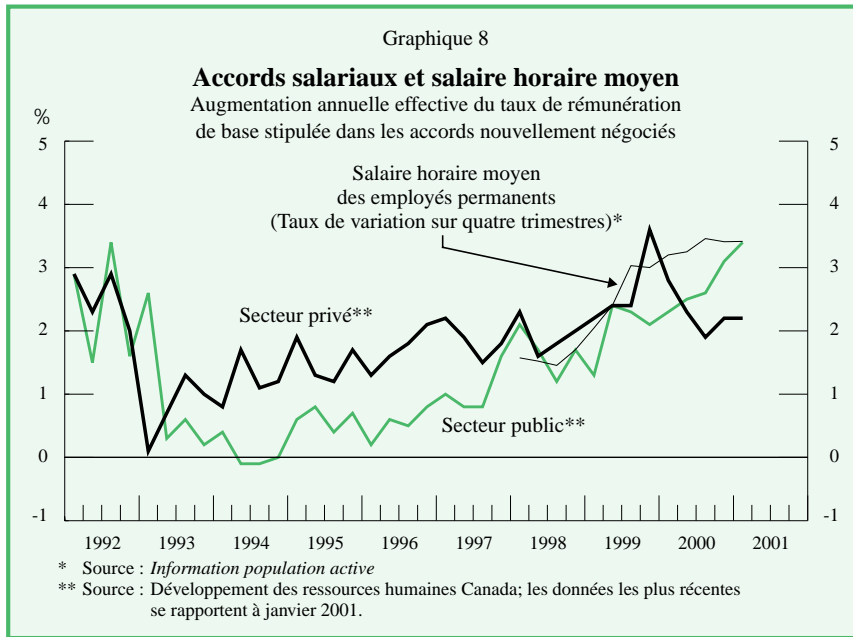
Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et du revenu du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne s'est accéléré pour s'établir dans une plage variant entre 3,25 % et 3,75 % au cours du second semestre de 2000 et des premiers mois de 2001 (Graphiques 8 et 9). La hausse du revenu du travail par heure-personne pour ce secteur l'an dernier a été alimentée par le versement de primes exceptionnellement élevées. Par ailleurs, le tassement de l'expansion économique a entraîné un ralentissement considérable de la croissance de la productivité du travail au deuxième semestre de 2000, la production par heure-personne n'ayant progressé que de 0,7 % entre les quatrièmes trimestres de 1999 et de 2000 (Graphique 9). En conséquence, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se sont accrus, en glissement annuel, de 3,1 % au dernier trimestre de 2000.

### Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Souvent, les variations importantes des prix de l'immobilier, qui habituellement reflètent l'évolution des attentes d'inflation et de la croissance économique, précèdent des changements marquants de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Les prix de l'immobilier n'ont affiché aucun mouvement de grande ampleur ces derniers temps. La hausse, en glissement annuel, du prix de



revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffrée à 4,4 % au quatrième trimestre de 2000, ce qui représente une légère diminution par rapport à la croissance observée à la fin de 1999. Le taux d'accroissement sur douze mois du prix des maisons neuves est resté à 2,4 % en février. Quant à l'augmentation enregistrée l'année dernière par les prix des immeubles non résidentiels à vocation commerciale, elle a été modérée et a dépassé quelque peu celle de 1999.



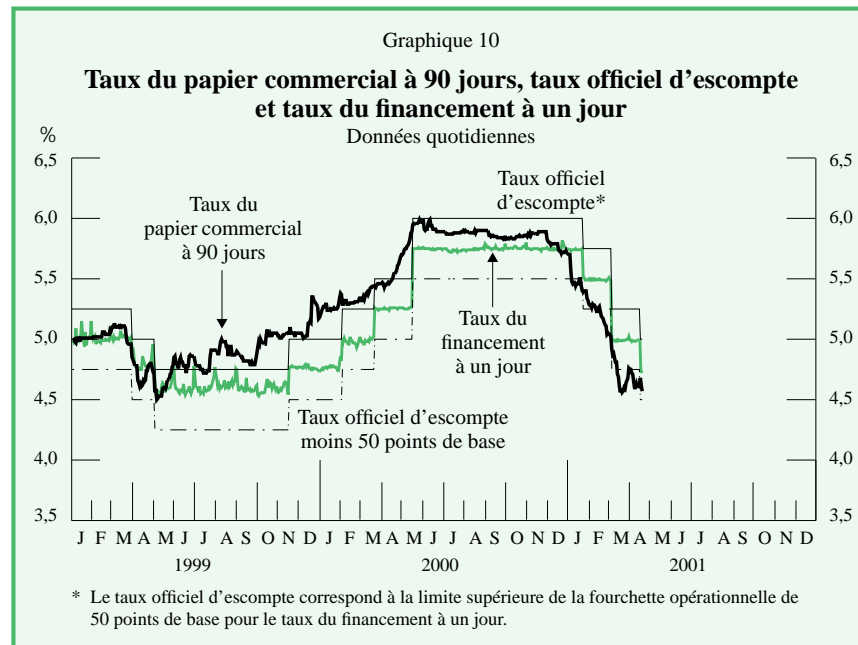
### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

#### Les mesures de politique monétaire et l'évolution des marchés financiers

##### Annonces de modifications du taux officiel d'escompte depuis la parution du *Rapport de novembre* :

- 5 décembre — taux demeuré inchangé à 6,0 %
- 23 janvier — réduction de 25 points de base
- 6 mars — réduction de 50 points de base
- 17 avril — taux abaissé de 25 points de base et ramené à 5,0 %

Depuis la parution du *Rapport* de novembre, le taux officiel d'escompte a été abaissé à trois reprises, de 100 points de base au total. Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'ampleur des réductions du taux directeur. En effet, le taux du papier commercial à 90 jours avait déjà diminué avant que la banque centrale n'intervienne (Graphique 10). Depuis novembre, ce taux a reculé d'environ 125 points de base pour s'établir aux alentours de 4,65 %, ce qui témoigne des attentes d'une baisse supplémentaire de quelque 25 points de base du taux officiel d'escompte d'ici la fin du deuxième trimestre. Aux États-Unis, les participants aux marchés financiers prévoient que le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale réduira encore d'environ 50 points de base le taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin juin, après les 150 points retranchés depuis le début de l'année.



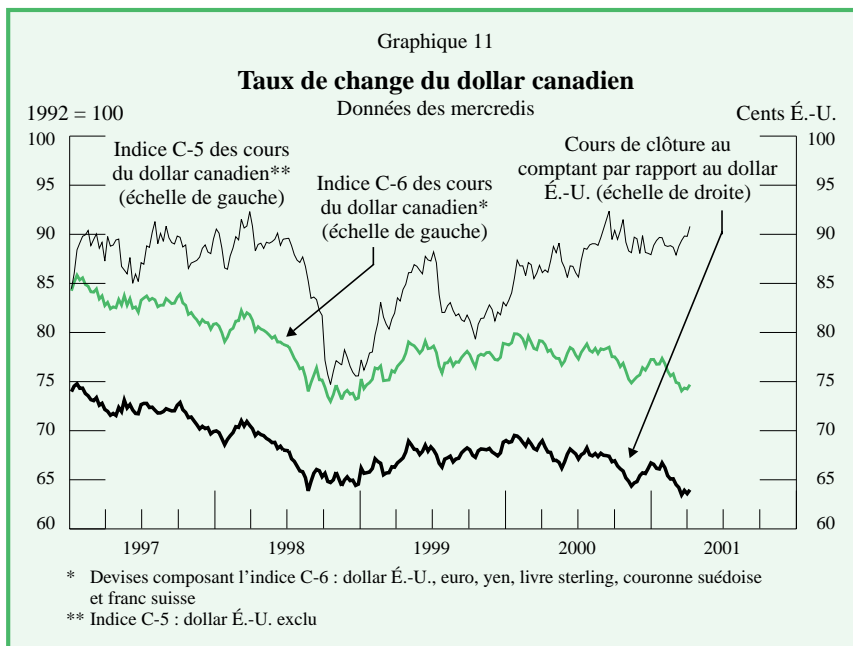
Vers la fin de 2000, les écarts de rendement entre les titres des gouvernements canadien et américain sont devenus positifs pour les échéances de 2 à 30 ans, et ils se sont creusés depuis. Cette évolution peut s'expliquer par les attentes d'un ralentissement plus marqué aux États-Unis qu'au Canada, mais elle est aussi imputable à la préférence accrue accordée aux avoirs libellés en dollars É.-U., les investisseurs internationaux recherchant, en période

d'incertitude, la sécurité et la liquidité offertes par les marchés financiers américains.

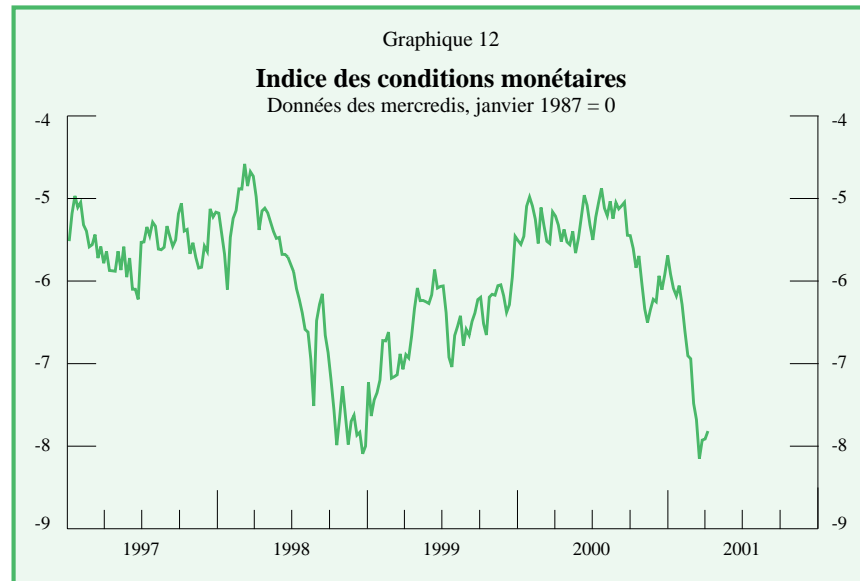
Le changement d'attitude des investisseurs s'est aussi reflété dans la vigueur du dollar É.-U. par rapport à toutes les autres grandes monnaies. Il tient à un certain nombre de facteurs apparus récemment, à savoir la volatilité affichée par les places boursières du monde entier, la décélération de l'économie mondiale, la situation observée dans plusieurs économies de marché émergentes et les préoccupations concernant l'orientation des politiques macro-économiques et structurelles de certains pays industriels.

En raison principalement de ce changement d'humeur sur les marchés, le cours du dollar canadien a diminué, passant de quelque 67 cents É.-U., au début de l'année, à environ 64 cents récemment. Il est resté assez ferme toutefois par rapport aux autres grandes monnaies (Graphique 11).

*Le dollar É.-U. a affiché une grande vigueur par rapport à toutes les autres grandes monnaies, ce qui traduit l'incertitude qui règne sur les marchés.*



Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la dépréciation du dollar canadien, les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de novembre (Graphique 12).



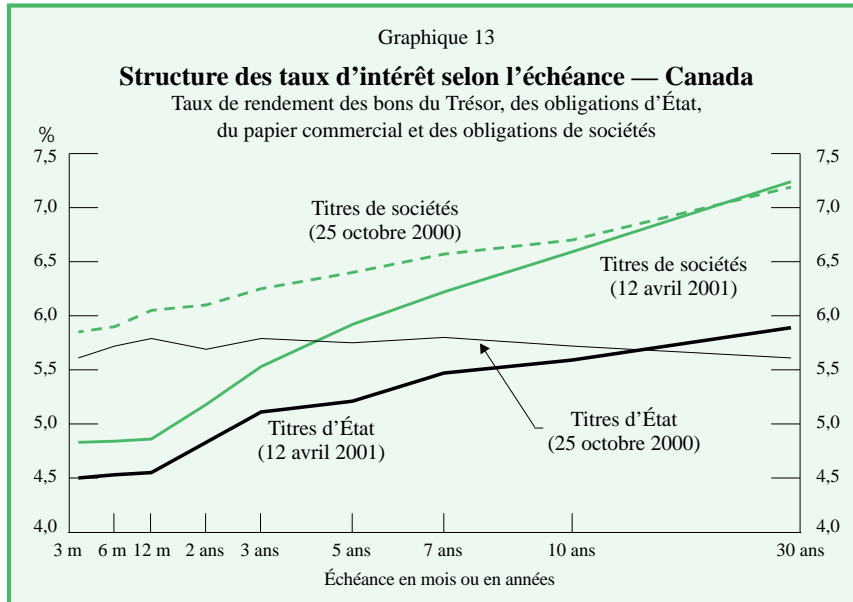
### Les autres aspects de l'évolution financière

*Les conditions financières se sont resserrées à la fin de 2000...*

*... mais elles ont donné des signes d'amélioration récemment.*

À la fin de 2000, un resserrement généralisé des conditions financières s'est opéré en Amérique du Nord. Sous l'effet de l'inquiétude grandissante des investisseurs quant aux perspectives de croissance de l'économie, les primes de risque se sont inscrites en hausse et les conditions du crédit se sont durcies, particulièrement aux États-Unis. Les rendements des obligations de sociétés — tant les titres moins bien cotés que les valeurs de premier ordre — ont grimpé. Le marché boursier a également été touché, la correction subie par les valeurs technologiques s'étant poursuivie.

Les conditions financières ont toutefois donné des signes d'amélioration récemment, dans la foulée notamment des baisses de taux pratiquées par la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada. Les marchés semblent généralement convaincus que les mesures de politique monétaire parviendront à limiter le ralentissement économique, comme en témoigne le rendement des obligations à moyen et à long terme du gouvernement canadien, qui a moins reculé que celui des obligations à court terme et a même augmenté dans certains cas (Graphique 13).



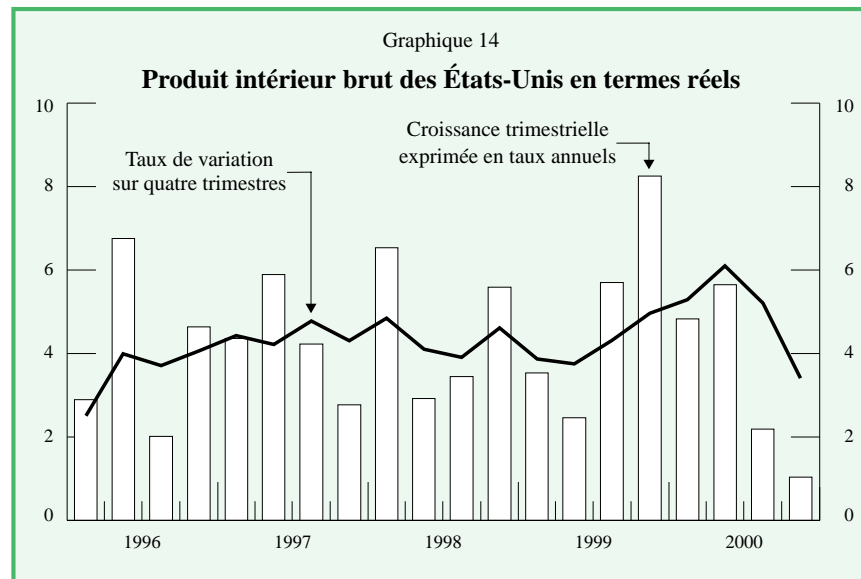
Sous l'effet du resserrement passé des conditions financières, la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée au Canada ces derniers mois. De plus, en raison de l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques, les entreprises ont tendance à privilégier le financement à long terme, de sorte que les crédits à court terme accordés à ces dernières n'ont que faiblement progressé en janvier et février. En revanche, la croissance des émissions d'obligations s'est accélérée. Les investisseurs ont aussi délaissé les marchés boursiers au profit des obligations, ce qui a entraîné un fléchissement des taux de rendement obligataires. L'atonie des crédits à court terme aux entreprises pourrait s'expliquer aussi par le repli de la demande de financement attribuable au ralentissement des investissements en stocks et à la diminution du nombre de fusions et d'acquisitions.

## 4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

### La conjoncture internationale

*Les projections concernant la croissance économique mondiale ont été révisées à la baisse.*

Les projections concernant la croissance économique mondiale pour 2001 ont été révisées à la baisse ces derniers mois, par suite du ralentissement de l'activité observé non seulement aux États-Unis, mais aussi dans la plupart des autres régions du monde. Ainsi, le Fonds monétaire international prévoit maintenant que la production mondiale augmentera d'un peu plus de 3,0 % cette année, un taux inférieur d'un bon point de pourcentage à celui avancé l'automne dernier. On se souviendra que l'économie mondiale avait progressé de 4,8 % en 2000, de 3,4 % en 1999 et de 2,6 % en 1998 (au plus fort de la crise asiatique).



*Le ralentissement de l'économie américaine s'est avéré plus prononcé que prévu.*

En novembre dernier, la baisse de régime attendue de l'économie américaine semblait enclenchée, en raison des relèvements antérieurs des taux d'intérêt et du renchérissement soutenu de l'énergie. En fait, cette décélération s'est avérée plus prononcée que prévu. Le taux d'expansion moyen aux deux derniers trimestres de 2000 n'a été que de 1,6 % (Graphique 14), soit moins du tiers de celui enregistré les deux trimestres précédents. Les investissements des entreprises ont régressé, consécutivement à la diminution des bénéfices, du resserrement des conditions du crédit<sup>4</sup> et du recul marqué du marché des actions. La chute des cours boursiers, le ralentissement de la progression de l'emploi et les prix élevés de l'énergie ont également entraîné un effritement de la confiance des consommateurs et un repli de la croissance des

4. Selon les résultats d'une enquête menée au début de mars auprès des responsables des prêts dans les banques américaines, les conditions d'accès au crédit se sont davantage resserrées pour les entreprises depuis le début de janvier. Les écarts de rendement entre les obligations des sociétés plus risquées et les autres obligations restent élevés, mais les rendements des obligations de sociétés en général ont diminué depuis la parution du *Rapport* de novembre.

dépenses de consommation. L'affaiblissement de la demande a amené les entreprises à réduire la production dans le secteur manufacturier, principalement dans les industries de l'automobile et de l'électronique (matériel informatique et de télécommunication), en vue de corriger les déséquilibres des stocks.

De nouvelles techniques de gestion ont eu pour effet d'abaisser le niveau général des stocks depuis quelques années et ont aussi permis aux entreprises d'ajuster rapidement leur production lorsque ceux-ci affichent un excédent. On s'attend donc à ce que le tassement actuel de la production dans le secteur manufacturier soit d'assez courte durée et à ce que la croissance soit plus forte durant le second semestre de l'année et au début de 2002. De fait, la correction des stocks entreprise dans l'industrie automobile était très avancée à la fin mars. Parmi les autres facteurs qui devraient contribuer à relancer l'activité au deuxième semestre, mentionnons la baisse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt, qui devrait aider à rétablir la confiance des ménages et des entreprises. Toutefois, une faiblesse persistante de la confiance des consommateurs et des entreprises pourrait se traduire par un fléchissement de la dépense et ainsi retarder la reprise.

Dans l'ensemble, la Banque estime que le rythme d'expansion de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, entre 1,0 et 2,0 % cette année et atteindra 2,0 à 3,0 % en moyenne au second semestre. Pour 2002, la Banque projette un taux s'établissant entre 2,5 et 3,5 %<sup>5</sup>.

Au Japon, la reprise continue d'être entravée surtout par les problèmes que soulève la restructuration du secteur financier. Ces problèmes, combinés aux répercussions du ralentissement aux États-Unis, ont eu pour conséquence de réduire la croissance à près de zéro au second semestre de 2000, et l'on n'entrevoit qu'une faible progression de l'activité en 2001. Les grandes économies européennes, en revanche, affichent encore une bonne tenue, même si le rythme de l'activité s'est un peu ralenti, et l'on s'attend à ce qu'elles connaissent une expansion d'environ 2,5 % cette année. La croissance dans les pays à marché émergent a subi les contrecoups de l'essoufflement de l'économie américaine, notamment en Amérique latine et dans les économies asiatiques fortement tributaires de la fabrication de produits électroniques. De plus, la Turquie et l'Argentine sont toutes deux confrontées à des difficultés financières et travaillent de concert avec le FMI à la mise en œuvre de nouveaux trains de mesures.

Les cours du pétrole brut devraient se replier davantage au cours de l'année, à la faveur de la reconstitution des stocks et de l'affaiblissement de la demande occasionnés par la récente décélération de l'activité économique à l'échelle internationale. On prévoit également que les prix du gaz naturel baisseront dans les mois à venir par rapport aux niveaux élevés qu'ils affichent actuellement, vu le renouvellement attendu des stocks. Compte

*Un certain nombre de facteurs devraient contribuer à relancer l'activité aux États-Unis au second semestre de l'année.*

*Alors que la reprise au Japon semble vaciller...*

*... les économies de la zone euro et du Royaume-Uni continuent d'afficher un certain dynamisme.*

5. Le point médian de la plage des valeurs projetée par la Banque pour 2001 est légèrement inférieur au taux sur lequel s'accordent actuellement les prévisionnistes; pour 2002, il est très voisin du chiffre avancé par ceux-ci.

tenu du recul de la croissance de la demande mondiale, il est peu probable que l'on assiste à une hausse sensible des cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2001.

### La demande et l'offre globales au Canada

La Banque continue de prévoir un renforcement de la croissance économique au Canada au second semestre de 2001 et en 2002. Ce pronostic se fonde sur un certain nombre de facteurs : la reprise anticipée de l'économie américaine au second semestre, la fin de la correction des stocks, la poursuite des investissements dans les nouvelles technologies, les récentes diminutions d'impôt et l'assouplissement des conditions monétaires au pays.

*On s'attend à ce que la dépense des ménages soit robuste...*

Les réductions de l'impôt sur le revenu des particuliers, qui ont pris effet au début de l'année, ainsi que les baisses récentes des taux d'intérêt, devraient contribuer à alimenter une expansion relativement vigoureuse de la dépense des ménages. Il subsiste toutefois un risque que le ralentissement de la croissance de l'emploi et la chute des cours des actions observée dernièrement entament la confiance des consommateurs et freinent l'augmentation de la demande des ménages. Au début de 2001, cependant, le rythme des dépenses de consommation était toujours élevé.

*... et à ce que les entreprises modèrent le rythme de leurs investissements.*

On s'attend à ce que les entreprises modèrent la cadence de leurs investissements en 2001 et se concentrent sur des projets d'immobilisations leur permettant d'abaisser leurs coûts. Néanmoins, les investissements visant à accroître la capacité énergétique future du Canada devraient connaître une solide expansion durant l'année. On assistera sans doute à de nouvelles réductions des investissements en stocks au premier semestre de 2001, destinées à rééquilibrer les niveaux des stocks. La croissance des importations devrait également fléchir au cours de cette période, en raison principalement de gains limités au chapitre de l'ensemble des exportations et des investissements en machines et matériel.

*Les exportations canadiennes devraient croître plus rapidement après le milieu de l'année.*

On ne prévoit qu'une faible avance des exportations canadiennes au premier semestre de 2001, étant donné l'atonie anticipée de l'économie américaine et le maintien attendu des cours des produits non énergétiques à de bas niveaux. Plus particulièrement, les expéditions de produits automobiles vers les États-Unis risquent de chuter davantage durant la période, tandis que la croissance des exportations de matériel informatique et de télécommunication devrait diminuer considérablement. Les exportations canadiennes devraient progresser plus rapidement après le milieu de l'année, grâce à la reprise escomptée de l'économie américaine.

Les plus récentes prévisions du secteur privé concernant l'accroissement du PIB réel cette année (en moyenne annuelle) ont été révisées à la baisse et se chiffrent maintenant à 2,4 %, ce qui est bien inférieur aux 3,5 % indiqués dans le *Rapport* de novembre<sup>6</sup>.

6. Les prévisions concernant le taux d'accroissement du PIB réel en 2001 contenues dans le plus récent sondage mené par Consensus Economics varient entre 1,5 et 2,8 %. Cet écart, qui constitue un indicateur de l'incertitude entourant les prévisions, est beaucoup plus élevé que celui de l'automne dernier.



Pour 2002, les prévisionnistes tablent en ce moment sur une hausse du PIB réel de l'ordre de 3,3 %.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de février, les indicateurs économiques pour les six premiers mois de 2001 sont partagés; certains sont favorables et d'autres non. De façon générale, ils confirment le ralentissement prévu pour le premier semestre dans la *Mise à jour*. Il semble maintenant que la croissance économique durant cette période se chiffrera, en moyenne, entre 1,25 et 2,25 %. Au deuxième semestre, nous prévoyons que le rythme de progression de l'économie connaîtra une nette accélération pour se situer entre 2,5 et 3,5 %.

Étant donné le profil de croissance anticipé aux premier et second semestres de l'année ainsi que la révision à la baisse des chiffres du PIB pour 2000, la Banque a revu à la baisse sa projection relative à l'expansion économique pour 2001 (en moyenne annuelle), pour l'établir entre 2,0 et 3,0 %. En 2002, le rythme d'expansion de l'activité devrait être un peu plus élevé que celui attendu au deuxième semestre de 2001, et l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que nous évaluons à 3 %. On ne croit pas que ces prévisions seront touchées de façon sensible par l'adoption prochaine d'une nouvelle mesure du PIB (Note technique 3).

*La production devrait augmenter de 2 à 3 % en 2001 et sa progression s'accroître au second semestre.*

### La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises qui ont été publiés à l'hiver révèlent que 52 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 15). Le taux d'augmentation de l'IPC global avancé en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé est de 2,4 % pour 2001 (le taux déjà anticipé à l'automne dernier) et de 2,1 % pour 2002. Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 1,9 et 2,1 %, selon l'horizon considéré.

*Les attentes d'inflation à long terme se situent encore près du point médian de la fourchette cible.*

L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel s'est élargi pour dépasser légèrement 2 % ces derniers mois (Graphique 16). Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés des obligations d'État, il demeure difficile de tirer des renseignements précis de cette mesure. L'écart de rendement ne laisse cependant pas entrevoir de changement notable des attentes d'inflation à long terme depuis la parution du *Rapport* de novembre.

## Note technique 3

**Les modifications prochaines de la mesure du PIB et leurs conséquences**

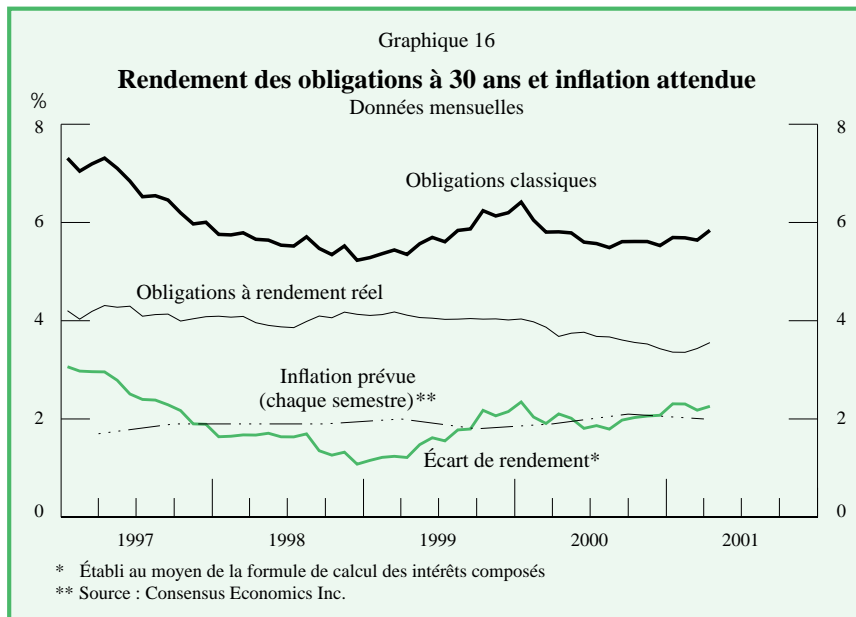
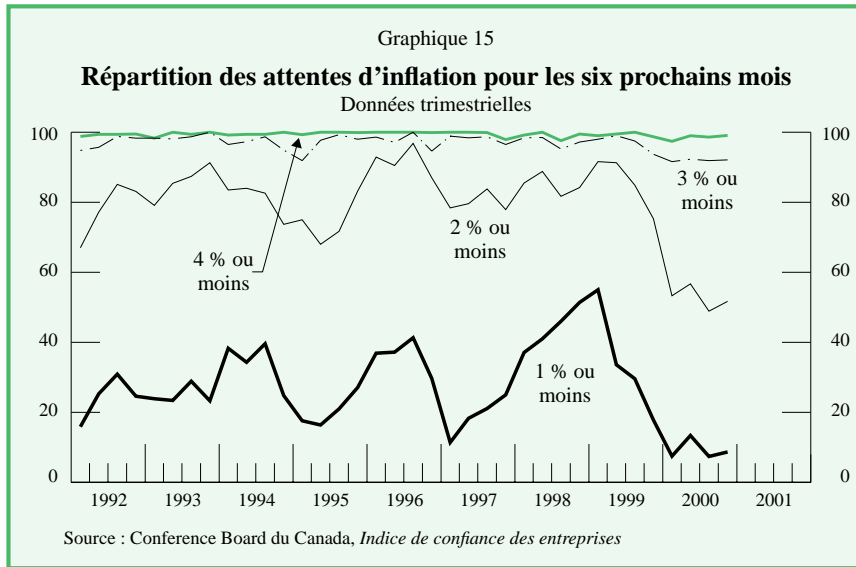
Le 31 mai prochain, Statistique Canada délaissera la mesure du PIB réel dont elle se sert actuellement, et qui établit la valeur de la production aux prix de 1992, pour utiliser à la place les estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher. Selon la nouvelle formule, la croissance de la production est mesurée chaque trimestre au moyen de pondérations basées sur les prix du trimestre en cours et du trimestre précédent. Cette modification revêt une importance toute particulière dans le présent contexte, les prix du matériel informatique et de télécommunication ayant baissé rapidement ces dernières années cependant que la production connaissait un essor vigoureux. En pareilles circonstances, en effet, la mesure actuelle est portée à surévaluer la contribution des produits de pointe à l'augmentation du PIB. La nouvelle méthode adoptée permettra de mesurer plus précisément la croissance du PIB réel d'un trimestre à l'autre.

À compter du 31 mai également, Statistique Canada traitera tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements, et non comme des dépenses ordinaires ainsi qu'elle l'a fait jusqu'ici. Ce changement devrait donner lieu à de légères révisions à la hausse de la croissance mesurée du PIB réel, étant donné que les achats de logiciels ont progressé plus rapidement dans l'ensemble que le PIB réel.

Ces deux modifications auront pour effet de rendre la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain, laquelle repose sur l'indice de volume en chaîne de Fisher depuis 1996 et traite les achats de logiciels comme investissements depuis 1999.

Depuis quelque temps déjà, Statistique Canada produit un indice de volume en chaîne de Fisher (mais sans inclure les achats de logiciels dans les investissements). D'après les calculs fondés sur les valeurs de cet indice, la croissance annuelle moyenne de la production globale a été de 4,1 % au Canada en 2000, au lieu de 4,7 % selon la mesure actuelle. L'écart exceptionnellement élevé entre les deux chiffres s'explique par la vigoureuse expansion du secteur de la haute technologie l'an dernier. La Banque s'attend à ce que l'écart soit moins prononcé cette année, en raison de la faiblesse que l'on observe dans ce secteur en réaction au ralentissement de la demande aux États-Unis. Elle prévoit en effet que la croissance moyenne du PIB réel pour 2001 calculée en utilisant l'indice de Fisher sera inférieure de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celle que l'on obtiendrait par la méthode actuelle. On croit toutefois que l'inclusion des achats de logiciels dans les investissements agira en sens contraire, de sorte qu'en définitive l'adoption de la nouvelle mesure ne devrait pas modifier de façon importante le taux de croissance projeté par la Banque pour cette année.

Les révisions qui seront apportées aux données chronologiques relatives à la production globale au Canada par suite de ces différents changements ne devraient pas non plus avoir beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que trace la Banque de l'écart de production estimé, du fait que les variations de la production seront compensées en gros par des modifications correspondantes de la productivité et de la production potentielle.



### Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets de première vague sur l'indice de référence de l'escalade qu'ont connue les cours du pétrole brut et du gaz naturel ces deux dernières années devraient exercer des pressions à la hausse sur l'inflation, bien que l'on s'attende à ce que ces effets soient faibles et s'étalent sur plusieurs années. Jusqu'à maintenant, les prix les plus touchés ont été les tarifs aériens et les coûts du transport local.

*L'effet des fortes hausses antérieures des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer faible.*

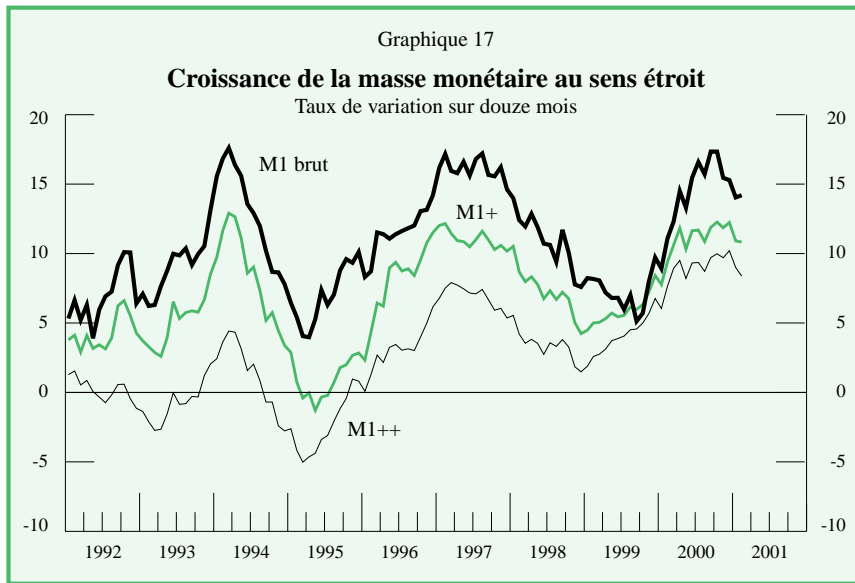
Cependant, les fluctuations des cours de ces matières premières continueront d'influer de façon importante sur les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, par le fait même, de l'IPC global. Si le cours du baril de pétrole brut demeure inférieur à 30 dollars É.-U. cette année, les prix de l'essence et du mazout pourraient tomber durant le deuxième semestre en deçà des niveaux enregistrés un an auparavant. Par contre, les prix à la consommation du gaz naturel et de l'électricité devraient être beaucoup plus élevés cette année qu'ils ne l'étaient en 2000.

La dépréciation qu'a subie le dollar canadien depuis le début de l'année dernière pourrait aussi pousser l'inflation à la hausse durant les dix-huit prochains mois. Toutefois, il est difficile d'évaluer ce risque, sachant que les mouvements marqués du taux de change survenus au cours des années 1990 ne semblent avoir eu que peu d'incidence sur l'IPC au Canada et dans bien d'autres pays industriels.

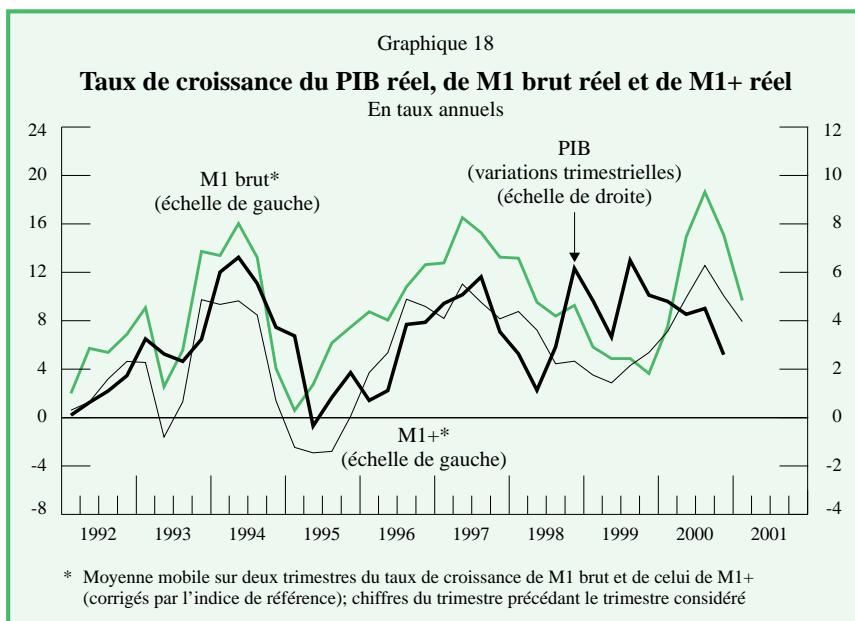
Malgré la baisse de régime dans certains secteurs, les conditions restent tendues sur les marchés du travail; ce facteur, conjugué à la très forte rentabilité des entreprises à la fin de l'an dernier, laisse présager pour l'avenir des taux d'augmentation salariale similaires ou légèrement supérieurs aux taux actuels. De plus, d'après les renseignements que les bureaux régionaux de la Banque ont obtenus auprès d'entreprises, on s'attend à ce que la croissance des salaires s'oriente à la hausse au cours des douze prochains mois. Comme les gains de productivité risquent d'être modestes en cette période de ralentissement économique, les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre demeureront sans doute relativement élevées durant le premier semestre de l'année.

### **Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires**

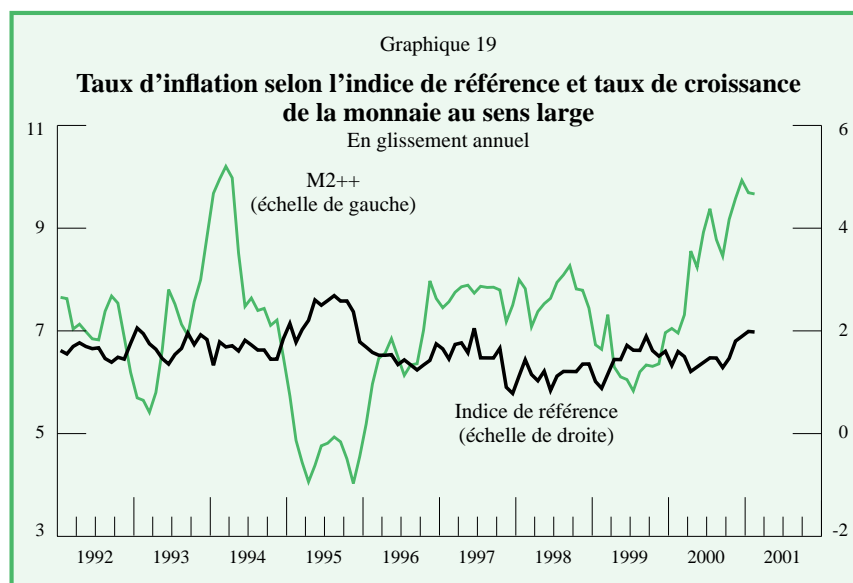
La progression des agrégats monétaires laisse présager un rythme d'expansion de la production et un taux d'inflation un peu plus élevés que ceux projetés par la Banque. Bien que la croissance des agrégats au sens étroit ait décéléré légèrement au cours des derniers mois, elle reste robuste (Graphique 17). En glissement annuel, M1 brut s'est accru d'environ 14 % en février, contre 11 % dans le cas de M1+ et 8 % pour M1++. Un certain nombre de facteurs spéciaux continuent de gonfler l'expansion de M1 par rapport à celle des encaisses de transaction. À l'heure actuelle, nous estimons que la croissance tendancielle se situe entre 6 et 8 %.



Si l'on en croit les modèles indicateurs fondés sur les agrégats au sens étroit, tout en tenant compte aussi des diverses distorsions qui entachent les données et du ralentissement de l'économie américaine, le taux de croissance du PIB réel sera d'environ 3 % en 2001 (Graphique 18).



Le modèle basé sur la monnaie au sens étroit prévoit actuellement que le taux d'augmentation de l'indice de référence dépassera 2 % en 2001. Les projections établies à partir de l'agrégat au sens large M2++ font état d'un profil d'évolution similaire. La progression de cet agrégat a continué d'être stimulée par les sommes nettes versées dans les fonds communs de placement. La croissance de M2++ en glissement annuel se chiffre à environ 10 % (Graphique 19).



## Les prévisions relatives à l'inflation

La résurgence anticipée d'une faible offre excédentaire au sein de l'économie devrait engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence d'ici la fin de 2001. Deux facteurs devraient toutefois limiter l'incidence de l'offre excédentaire sur le taux d'accroissement de cet indice cette année. Premièrement, le taux d'inflation attendu à plus long terme se situe encore très près de 2 %, soit au même niveau environ que le taux actuel de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Deuxièmement, on prévoit que les hausses salariales demeureront stables, voire augmenteront si les pressions qui s'exercent actuellement dans certains secteurs et certaines professions commencent à se généraliser, ce qui, combiné à un fléchissement possible de la croissance de la productivité, aurait pour effet de pousser à la hausse les coûts unitaires de main-d'œuvre.

Somme toute, il est probable que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'établira en moyenne à un taux légèrement inférieur à 2 % pour le reste de l'année. En 2002, comme la Banque prévoit que l'économie connaîtra un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser, et le taux d'augmentation de celui-ci devrait remonter à 2 % vers la fin de l'année.

Si les cours mondiaux de l'énergie se stabilisent autour des niveaux actuels, le rythme d'accroissement de l'IPC global, qui s'approche présentement de 3 %, devrait redescendre à 2 % d'ici la fin de 2001.

*On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situe en moyenne légèrement au-dessous de 2 % durant le reste de l'année.*

## 5. CONCLUSIONS

La grande inconnue de l'heure pour les responsables de la conduite de la politique monétaire au Canada concerne l'ampleur du ralentissement actuel de l'activité, lequel est attribuable principalement à la conjoncture aux États-Unis.

La décélération de la croissance économique observée au Canada à la fin de l'année dernière et au premier semestre de 2001 a été plus prononcée que prévu, et les secteurs de l'automobile et de la fabrication de produits électriques et électroniques en particulier ont dû procéder à des ajustements importants. La Banque reste d'avis que ce fléchissement sera suivi d'une accélération de l'expansion au deuxième semestre et en 2002.

L'évolution économique et financière récente appuie ce point de vue. Les dernières données témoignent d'une poursuite de la croissance dans l'ensemble de l'économie. En outre, la tournure actuelle des événements vient conforter l'opinion voulant que la faiblesse associée à la correction des stocks se concentrera au premier semestre, que les entreprises continueront d'investir dans les nouvelles technologies et que l'assouplissement des conditions monétaires favorisera l'expansion de l'économie.

Sur la foi de la croissance escomptée de la production, la Banque prévoit l'apparition de certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui devrait s'établir à un taux moyen légèrement inférieur à 2 % durant le reste de l'année. Les fortes hausses salariales observées récemment dans certains secteurs et certaines professions, si elles devaient commencer à se généraliser, pourraient toutefois contribuer à contrecarrer cette tendance. Comme l'économie connaîtra vraisemblablement un rythme d'expansion supérieur à celui de son potentiel en 2002, ces pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient s'inverser au courant de l'année prochaine.

Le principal risque qui pèse sur les perspectives de l'économie canadienne est que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure plus longtemps que prévu. Par exemple, à défaut d'un regain de confiance des ménages et des entreprises dans ce pays, les dépenses de consommation et d'investissement pourraient s'affaiblir. La Banque devra suivre de près l'évolution de la situation.

## 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.
- \_\_\_\_\_ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 85-86.
- \_\_\_\_\_ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 85-87.
- 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 (2001). *Indice de confiance des entreprises* (hiver).
- \_\_\_\_\_ (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).
- Consensus Economics Inc. (1991-2001). *Consensus Forecasts*, divers numéros.
- Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
- Jorgenson, D. et K. Stiroh (2000). « Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth in the Information Age », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 125-211.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. 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](mailto:publications@banqueducanada.ca);  
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>