

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

*– novembre 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*

4521  
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2001 —

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

Tous, à la Banque du Canada, nous éprouvons la même douleur profonde devant les pertes de vie énormes causées par les attentats terroristes du 11 septembre aux États-Unis. Parmi les victimes se trouvaient des citoyens innocents de nombreuses nationalités, y compris des Canadiens. À leurs familles, amis et collègues, nous offrons nos plus sincères condoléances. Les efforts que chacun de nous déploie pour faire face à cette tragédie et aux conséquences qu'elle a sur nos vies trouvent une grande inspiration dans la coopération, la solidarité et la détermination vibrantes dont nous avons été témoins aussi bien ici, au Canada, que sur la scène internationale. Durant cette période d'angoisse et d'incertitude, je peux vous assurer que la Banque du Canada continuera de veiller au bien-être économique des Canadiens et de favoriser la stabilité du système financier national et international.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada  
24 octobre 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> .....	17
Les mesures de politique monétaire .....	17
Le taux de change .....	20
Les conditions monétaires .....	21
Les autres aspects de l'évolution financière .....	21
<b>4. Les perspectives en matière d'inflation</b> .....	23
L'incertitude qui caractérise le climat actuel .....	23
La conjoncture internationale .....	24
La demande et l'offre globales au Canada .....	27
La mesure des attentes relatives à l'inflation .....	28
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation .....	30
Les projections basées sur l'évolution des agrégats monétaires .....	30
Les prévisions relatives à l'inflation .....	32
<b>5. Conclusions</b> .....	34
<b>Bibliographie</b> .....	35
<b>Notes techniques</b>	
1. Effets économiques à court terme des attentats terroristes .....	12
2. Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier .....	18
3. Perspectives en matière d'investissements privés et de production potentielle aux États-Unis .....	26

# 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 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 cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## La cible

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

## Le suivi de l'inflation

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

## 1. INTRODUCTION

Deux grandes questions dominent l'analyse et la discussion entourant la politique monétaire exposées dans la présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* : la nature et l'ampleur du ralentissement économique mondial qui s'est amorcé vers la fin de 2000 et les conséquences des attentats terroristes survenus aux États-Unis. Conjugués, ces éléments donnent aux perspectives économiques un caractère exceptionnellement incertain.

Tout au long de l'été 2001, il est devenu de plus en plus évident que le ralentissement économique qui avait pris naissance aux États-Unis dans la seconde moitié de 2000 s'internationalisait. Si, au Japon, l'économie piétinait depuis un certain temps déjà, ce n'est que vers le milieu de l'année que l'activité à l'échelle mondiale a commencé à montrer des signes manifestes d'essoufflement.

La baisse de régime de l'économie américaine est attribuable à plusieurs facteurs. Citons entre autres le resserrement antérieur de la politique monétaire, la flambée des cours mondiaux de l'énergie et les ajustements entraînés par la surproduction et la surexpansion des capacités dans les secteurs de l'information et des télécommunications. Ce dernier facteur — typique du cycle des investissements — a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait reconnu au départ.

Il est très difficile d'évaluer les conséquences économiques de l'horrible tragédie du 11 septembre. Certes, on constate que les secteurs du transport, des finances et du tourisme ont été frappés de plein fouet, particulièrement en Amérique du Nord, mais on ne peut pas mesurer aisément l'ampleur et la durée exactes des retombées, et encore moins l'incidence des attentats sur le comportement des consommateurs et des entreprises. Bien que l'histoire offre quelques repères, ces événements sont sans précédent en Amérique du Nord. Seuls le passage du temps et l'accumulation de nouvelles données permettront de mieux en comprendre les séquelles.

Dans le présent rapport, la Banque analyse les causes du ralentissement économique mondial devenu manifeste avant le 11 septembre (en tenant compte des implications des révisions importantes apportées aux mesures du PIB et de la productivité aux États-Unis). Elle présente également sa première évaluation des répercussions potentielles des attentats terroristes sur l'économie nord-américaine pour l'année 2002. Malgré son caractère préliminaire et la large marge d'incertitude qui l'entoure, cette analyse guidera notre raisonnement et notre jugement quant aux retombées de cette tragédie sur l'économie, l'inflation et la politique monétaire du Canada, à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

*Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préétablie du 23 octobre 2001.*

*Les perspectives économiques sont beaucoup plus incertaines qu'à l'ordinaire.*

*Il est très difficile d'évaluer les conséquences sur l'économie de la tragédie du 11 septembre.*

*Dans le présent rapport, la Banque présente sa première évaluation des répercussions potentielles des attentats terroristes sur l'économie nord-américaine pour l'année 2002.*

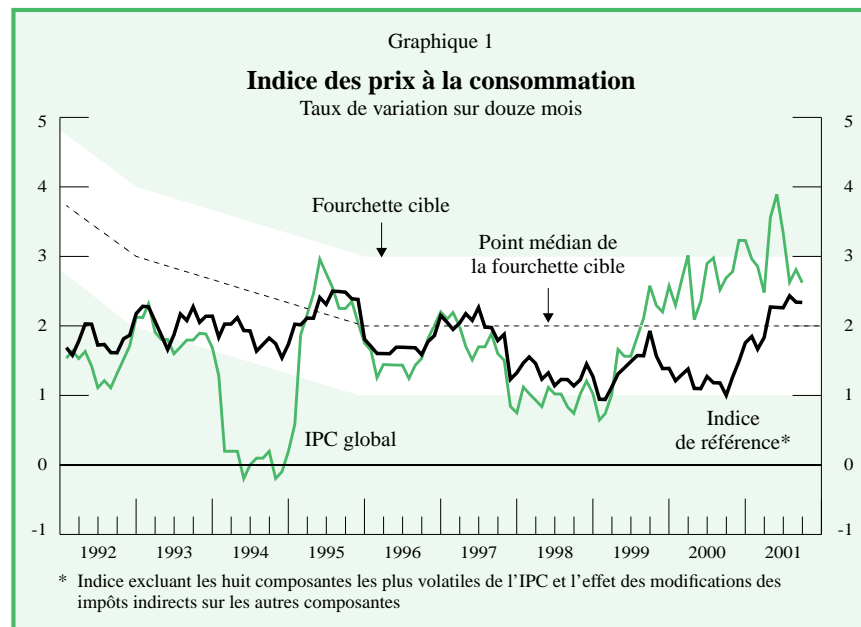
## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a grimpé depuis février dernier, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'IPC global a fléchi et s'est rapproché de celui de l'indice de référence, principalement sous l'effet du recul des prix de l'essence.

### L'inflation et la fourchette cible

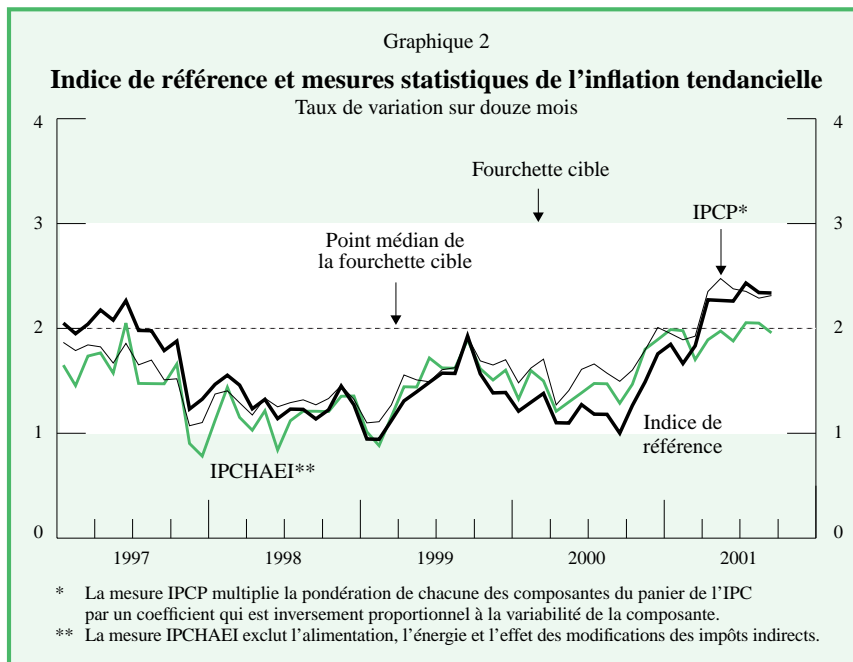
*L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté, pour s'établir légèrement au-dessus du point médian de la fourchette cible...*

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé la barre des 2 % en avril et avoisiné 2,3 % tout au long du printemps et de l'été, soit un niveau un peu plus élevé que ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* de mai (Graphique 1)<sup>1</sup>. Quant aux autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle, elles ont été égales ou un peu inférieures à l'inflation mesurée par l'indice de référence, ce qui porte à croire que l'inflation tendancielle n'excède probablement pas le taux d'accroissement de l'indice de référence (Graphique 2).



1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes 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. Les motifs pour lesquels la Banque a adopté cet indice de référence sont exposés dans Banque du Canada (2001) et Macklem (2001).





La hausse, à plus de 2 %, du taux d'inflation mesuré par l'indice de référence fait écho à la légère surutilisation des capacités de l'économie qui persistait au début de cette année. Cette hausse s'est également trouvée amplifiée du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence avait été contenue temporairement au début de l'année en raison des rabais plus élevés consentis par les fabricants et les concessionnaires d'automobiles ainsi que du programme de crédit spécial du gouvernement de la Colombie-Britannique à l'intention des consommateurs d'électricité.

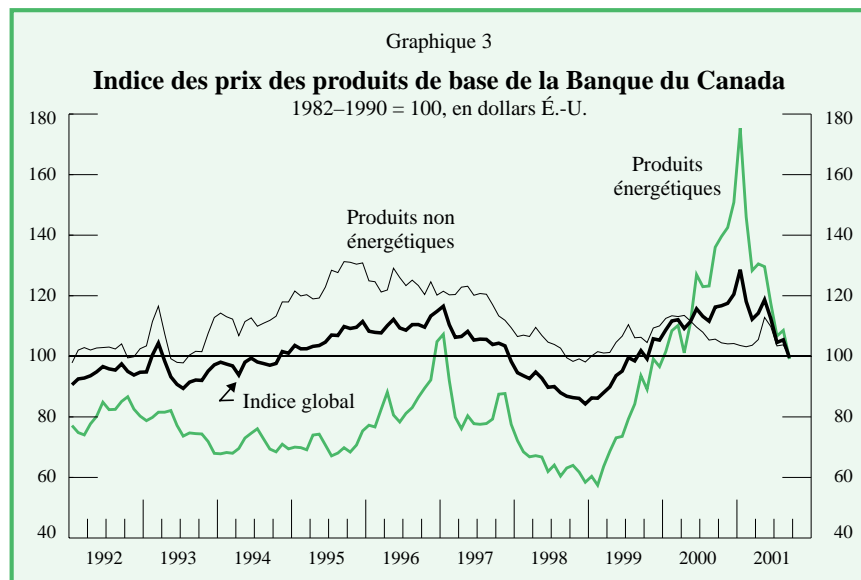
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a atteint un sommet de 3,9 % en mai, sous l'impulsion d'un renchérissement du gaz naturel (attribuable au resserrement antérieur de l'offre et à la fin d'un programme d'aide du gouvernement albertain) ainsi que d'une flambée passagère des prix de l'essence. Depuis, ce taux a fortement reculé pour se rapprocher de celui de l'indice de référence, et, en septembre, il se chiffrait à 2,6 %. Ce repli marqué du taux d'augmentation de l'IPC global vers l'inflation mesurée par l'indice de référence tient au fait qu'une partie de la majoration antérieure des cours de l'énergie a été annulée. Pendant cette période, en effet, les prix du mazout et de l'essence ont chuté sous l'effet principalement des baisses des cours du pétrole brut. De plus, l'accumulation des stocks de gaz naturel depuis le début de 2001 a donné lieu à une diminution importante des prix à la production, ce qui a contribué à ralentir l'accroissement sur

*... alors que le taux d'augmentation de l'IPC global a fortement reculé.*

douze mois des prix à la consommation de ce produit à partir du milieu de l'année.

Bien que les réductions récentes des cours des produits de base énergétiques commencent à favoriser une modération du taux d'augmentation des prix à la consommation de l'énergie et, par conséquent, de celui de l'IPC global, l'effet du renchérissement de l'énergie sur les composantes non énergétiques de l'IPC global — estimé à environ 0,1 % au cours de la dernière année — continue à se faire sentir. Jusqu'à présent, cet effet a surtout été manifeste dans les tarifs aériens, les coûts du transport local et les prix des fruits et légumes. Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global semblent aussi avoir été touchées jusqu'à un certain point par la hausse du coût des biens et des services importés pendant la dernière année, qui est due notamment à la dépréciation du dollar canadien durant cette période.

Dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques ont considérablement fléchi depuis la mi-avril (Graphique 3). La décélération de la croissance économique à l'échelle mondiale, en particulier, a accentué le recul des prix des métaux, de la pâte, du papier journal et du bétail. En ce qui a trait au bois d'œuvre, l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux aux États-Unis s'est traduite par une montée des prix payés par les consommateurs américains, qui a été en grande partie annulée. Pour les exportateurs, les prix ont fléchi, après déduction des droits de douane.

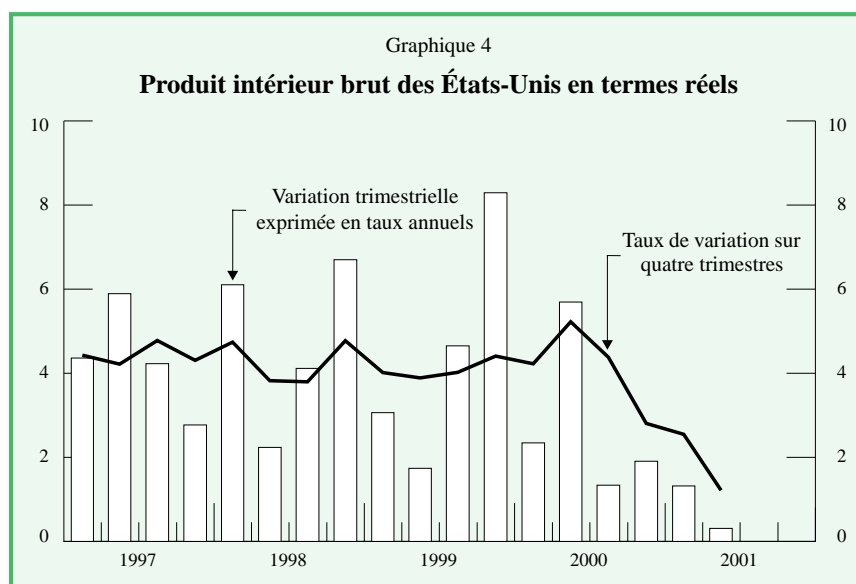


## Les facteurs qui influent sur l'inflation

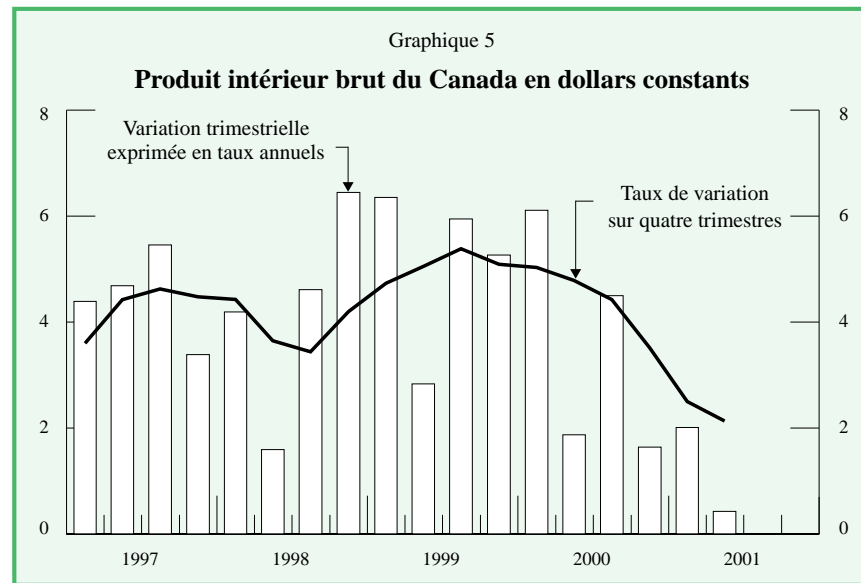
### La demande globale

Le ralentissement enregistré depuis le troisième trimestre de 2000 par le rythme d'expansion de l'économie canadienne, qui s'est établi bien en deçà de celui de la production potentielle, tient dans une large mesure à l'essoufflement marqué de la croissance de la demande aux États-Unis. Ce pays, en effet, a vu son activité économique se tasser brusquement après le milieu de 2000, la progression du PIB réel sur quatre trimestres étant passée de 5,2 % au deuxième trimestre de 2000 à 1,2 % au trimestre correspondant de 2001 (Graphique 4). Au Canada, la croissance du PIB réel sur quatre trimestres se situait à 2,1 % au second trimestre de 2001, comparativement à 4,8 % au même trimestre de 2000 (Graphique 5)<sup>2</sup>. Bien que l'expansion ait été un peu plus vigoureuse au Canada qu'aux États-Unis au cours de cette période, la décélération de la croissance de l'économie américaine a fortement entravé le rythme de progression de notre économie en raison des relations commerciales étroites qu'entretiennent les deux pays.

*La croissance du PIB réel a considérablement ralenti depuis le troisième trimestre de 2000...*



2. La mesure du PIB réel publiée par Statistique Canada est désormais établie à partir d'estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher et comporte une nouvelle façon de traiter les achats de logiciels par les entreprises et les administrations publiques (voir la Note technique 3 dans le *Rapport* de mai). Pour un complément d'information, consulter le site Web de Statistique Canada ([www.statcan.ca](http://www.statcan.ca)) et celui de la Banque du Canada ([www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)). Ces modifications rendent la mesure du PIB canadien comparable à celle du PIB américain. À la lumière de ces changements et d'autres révisions apportées aux données chronologiques, Statistique Canada estime maintenant que le PIB réel a crû à un rythme annuel moyen de 4,4 % en 2000 (au lieu de 4,7 % selon l'estimation précédente, qui établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992).



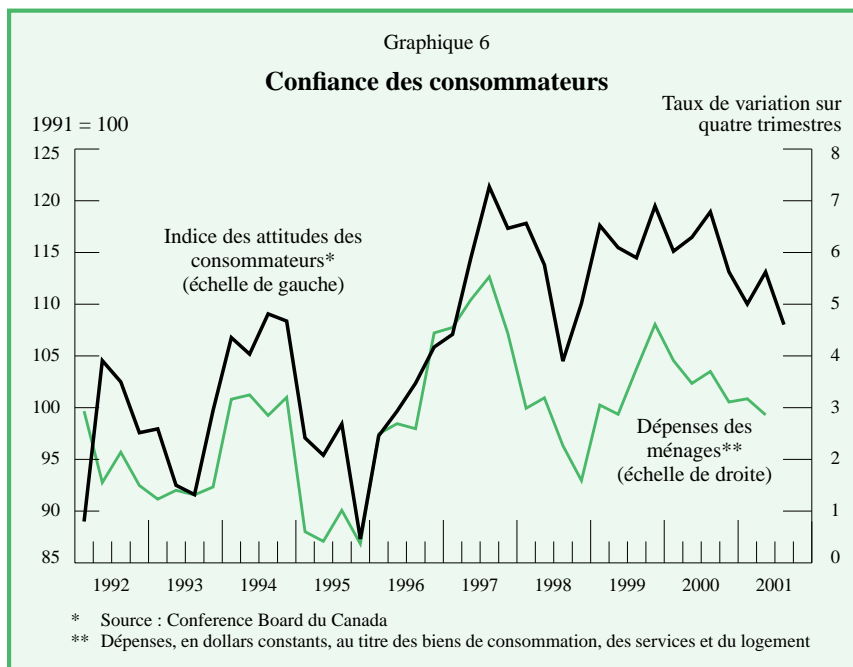
*... principalement sous l'effet de la compression des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis.*

*La production d'équipement de télécommunication et d'autre matériel électronique a fortement diminué.*

L'activité économique aux États-Unis continue de perdre de la vitesse au deuxième semestre de 2001 et elle donne peu de signes tangibles de redressement. La compression des investissements des entreprises, surtout en matériel de haute technologie, a été particulièrement prononcée et dure plus longtemps qu'on ne s'y attendait. Les attentats terroristes de septembre et leurs séquelles ont contribué à empirer la situation économique chez notre voisin du sud.

L'économie canadienne a elle aussi progressé moins rapidement que prévu au troisième trimestre de 2001. La diminution d'une ampleur inattendue des dépenses en biens d'équipement aux États-Unis et l'important ralentissement de la croissance économique à l'extérieur de l'Amérique du Nord sont deux facteurs clés qui ont nui à notre économie. Ainsi, la production et les expéditions canadiennes d'équipement de télécommunication, d'ordinateurs et d'autre matériel électronique ont beaucoup reculé par rapport à leurs niveaux très élevés de la fin de 2000. De plus, malgré les réductions de la production, les stocks de ces produits demeuraient encore à un niveau nettement supérieur à la normale en milieu d'année, si bien que de nouvelles diminutions sont à prévoir d'ici la fin de 2001. Notre production et nos exportations de produits automobiles, de pâtes et papiers et de produits chimiques ont également souffert du tassement de l'activité économique aux États-Unis. Les déséquilibres des stocks dans ces deux dernières industries intensifieront les pressions à la baisse sur la production à court terme.

Parallèlement, le Canada a vu la progression de sa demande intérieure finale fléchir au cours de la dernière année. Celle des dépenses des ménages a été freinée par le ralentissement de la croissance du revenu réel, les pertes d'emploi récentes et l'érosion de la confiance des consommateurs qui en a découlé (Graphique 6). Qui plus est, les dépenses en biens d'équipement des entreprises canadiennes sont en baisse depuis le dernier trimestre de 2000, en réaction à l'augmentation des capacités de production excédentaires, particulièrement dans le domaine des télécommunications.



Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé ces tendances défavorables au sein de l'économie canadienne. Selon notre meilleure estimation, les perturbations des activités dans divers secteurs au Canada, notamment ceux du transport et des finances, auraient amputé la croissance du PIB réel du pays d'environ un point de pourcentage au troisième trimestre de 2001 (Note technique 1). L'économie se trouvant déjà fragilisée, cette estimation incite à penser que la progression a sans doute été légèrement négative au troisième trimestre et qu'elle avoisinera probablement zéro au quatrième.

***Les effets négatifs des actes terroristes ont exacerbé le ralentissement de l'économie canadienne.***

## Note technique 1

**Effets économiques à court terme des attentats terroristes**

Les actes de terrorisme perpétrés aux États-Unis se sont soldés par d'effroyables pertes de vie et ont causé des dégâts énormes au cœur du centre financier du pays. Si l'étendue des pertes humaines et matérielles ne fait aucun doute, on ne peut en dire autant de l'ampleur des retombées de ces événements sur l'économie. Chose certaine, celles-ci se répercuteront bien au-delà des frontières américaines. En raison de la proximité des États-Unis et de l'intégration étroite des deux économies, le Canada est particulièrement vulnérable.

Le jour même des attaques et dans les jours qui ont suivi, de nombreuses activités ont été interrompues ou considérablement perturbées : fermeture des bourses, suspension du trafic aérien, restriction du transport terrestre et annulation de nombreux événements. Le resserrement des contrôles à la frontière a occasionné des retards dans le système de livraison juste à temps des pièces et forcé la fermeture temporaire de certaines usines d'automobiles. Bien qu'elles aient été plus marquées aux États-Unis, ces perturbations se sont fait sentir des deux côtés de la frontière.

Au-delà de ces effets immédiats, on peut s'attendre à ce que les attentats influent sur les dépenses des ménages et des entreprises en Amérique du Nord. Le secteur du transport aérien et le secteur financier ont déjà été durement frappés, et des branches connexes comme le tourisme et l'aéronautique sont également touchées. Les conséquences sur la confiance des consommateurs et des entreprises sont plus difficiles à évaluer. Les premières observations laissent entrevoir une chute marquée de la confiance des consommateurs aux États-Unis, mais une réaction plus modérée des ménages au Canada. Néanmoins, la confiance des entreprises canadiennes s'est considérablement affaiblie. Le ralentissement de l'économie américaine implique également un repli de la demande à l'égard des exportations canadiennes. Les contrecoups de ces divers facteurs sur l'activité économique en Amérique du Nord seront atténués dans une certaine mesure par l'augmentation des dépenses des entreprises et des administrations publiques en matière de sécurité, par le fait que les ménages et les entreprises substitueront sans doute d'autres achats de biens et de services à une partie de leurs dépenses habituelles dans des domaines tels que le transport aérien, et enfin par la reconstruction des infrastructures détruites aux États-Unis.

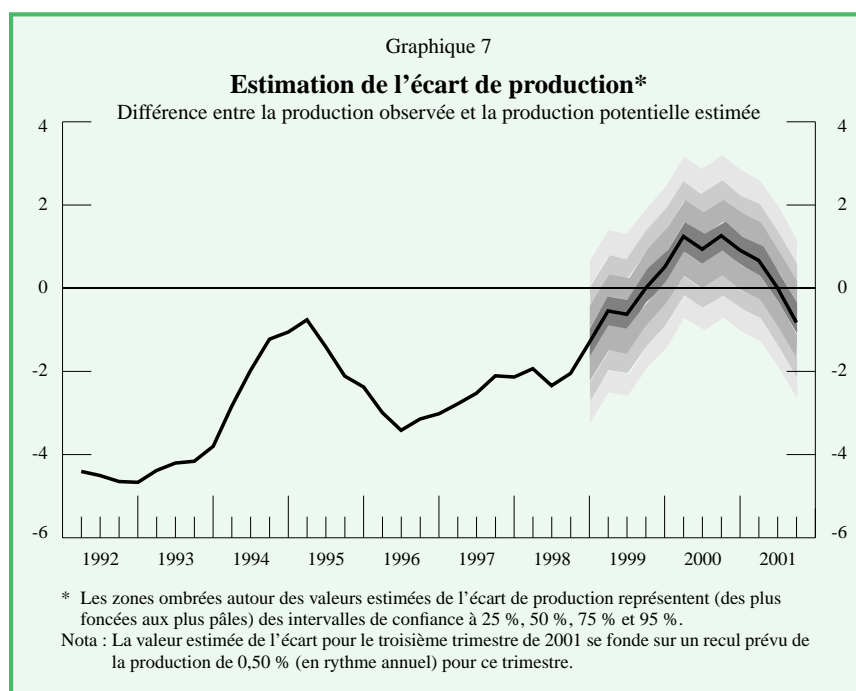
En nous fondant sur tous ces facteurs, nous estimons que le choc survenu pourrait avoir retranché de 1,5 à 2,0 points de pourcentage au taux de croissance (annualisé) de la production aux États-Unis au troisième trimestre et environ 1 point à celui du Canada. Sur la foi de cette estimation, le PIB réel américain aurait reculé de 1,0 à 2,0 % au troisième trimestre. Au Canada, le taux de croissance annualisé devrait se situer dans une fourchette de 0 à -1,0 % pour ce trimestre.

Les retombées négatives des attentats sur l'économie au troisième trimestre seront surtout liées aux perturbations de la production engendrées par ceux-ci en Amérique du Nord. Ces perturbations devraient s'atténuer au quatrième trimestre, mais on s'attend à ce que les effets de la baisse de la confiance sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises s'accroissent. Dans certains secteurs durement touchés par les attentats — en particulier le transport aérien, le tourisme et les branches connexes —, les mises à pied se poursuivent, synonymes de diminution des revenus et d'incertitude économique accrue. Bien qu'elle soit plus difficile à évaluer, l'incidence des attentats sur la croissance au quatrième trimestre sera vraisemblablement au moins aussi importante que les effets directs observés au trimestre précédent, ce qui donne à penser que la croissance du PIB sera à peu près nulle au quatrième trimestre.

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

Plusieurs indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant sur l'appareil de production se sont considérablement modérées au cours des trois premiers trimestres de 2001. Selon les plus récentes estimations économétriques de l'écart de production et de la mesure de la production potentielle établies par la Banque, l'économie canadienne aurait commencé à tourner en deçà de sa capacité au troisième trimestre de 2001 (Graphique 7). Le taux de chômage a légèrement augmenté depuis le milieu de 2000, ce qui semble s'expliquer par l'atonie de la demande de main-d'œuvre, dont témoigne la baisse marquée de l'indice de l'offre d'emploi durant cette période et le recul qu'accuse l'emploi depuis mai dernier. En outre, l'enquête la plus récente que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes incite à croire que les pressions se faisant sentir sur la capacité de l'économie, de même que les pénuries de main-d'œuvre, ont sensiblement diminué depuis le début de l'année. Cette atténuation des pressions sur les marchés des biens et du travail a été notée partout au pays.

*Plusieurs indicateurs donnent à penser qu'une situation d'offre excédentaire est apparue au sein de l'économie au troisième trimestre de 2001.*



Selon d'autres indicateurs toutefois, les conditions seraient demeurées tendues au cours des trois premiers trimestres de l'année sur certains marchés des biens et du travail. Ainsi, il y avait encore une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, particulièrement dans les secteurs de l'énergie et des soins de santé. Le taux

d'inoccupation des immeubles à vocation industrielle est demeuré très bas au troisième trimestre de 2001, et celui des bureaux, bien qu'en progression, s'est établi à un niveau inférieur à la moyenne. Enfin, on dénombrait également très peu de logements neufs inoccupés.

Dans l'ensemble, le ralentissement de l'activité économique observé depuis le dernier trimestre de 2000 s'est traduit par un relâchement significatif des pressions sur la demande. Somme toute, les données dont nous disposons laissent supposer que l'économie était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre.

#### Révision des données chronologiques portant sur le PIB réel et l'écart de production

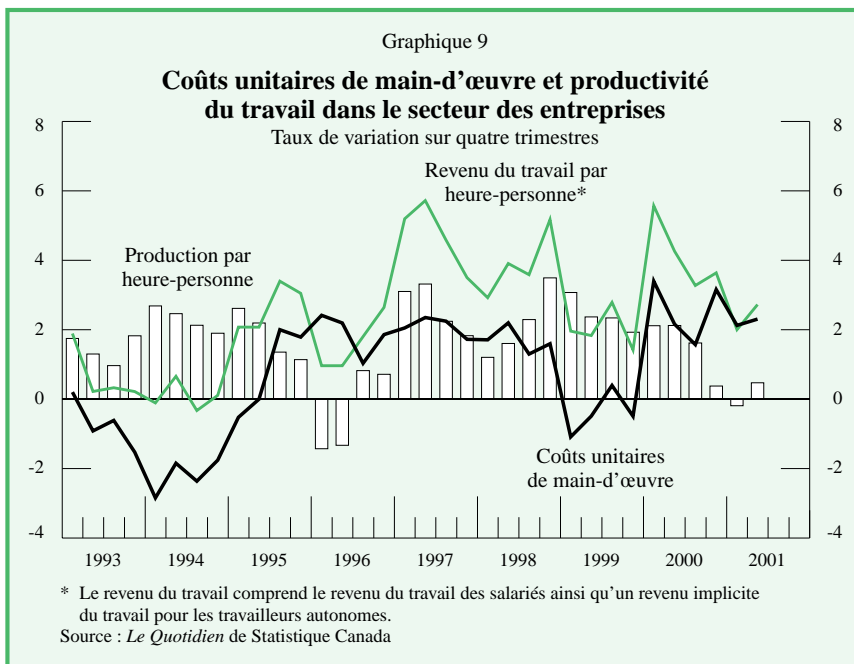
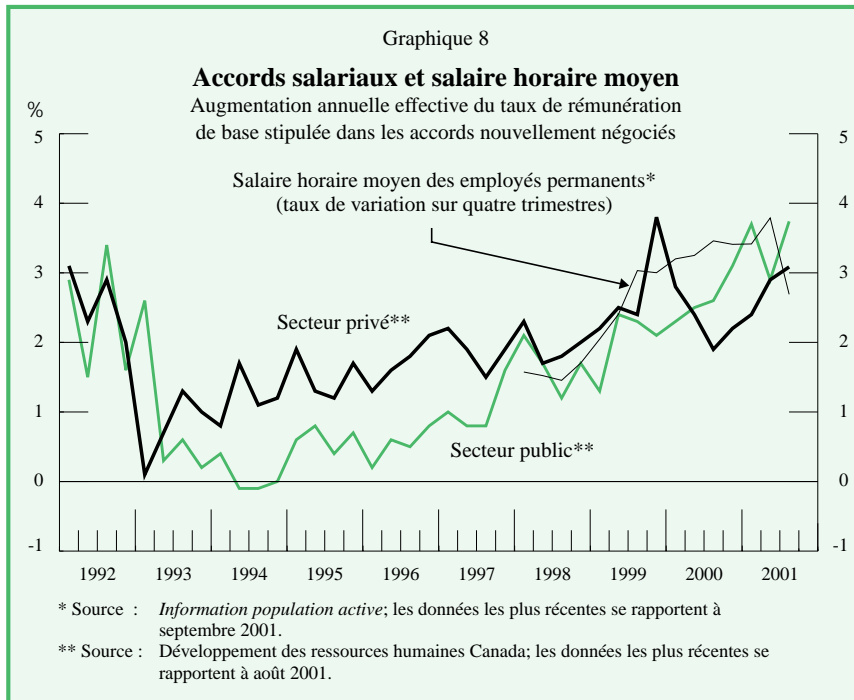
Dans la livraison de mai du *Rapport*, on estimait que l'écart de production avoisinait zéro au premier trimestre de 2001. Or, le 31 mai dernier, Statistique Canada a remplacé la mesure du PIB réel dont elle s'était servie jusque-là (laquelle établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992) par des estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher, et elle a commencé à traiter tous les achats de logiciels qu'effectuent les entreprises comme des investissements (et non comme des dépenses courantes). Ainsi qu'on l'avait prévu, ces modifications n'ont pas eu, en soi, beaucoup d'effet sur le portrait d'ensemble que traçait la Banque de l'écart de production estimé. En même temps, Statistique Canada a aussi relevé de près de un point de pourcentage ses estimations du taux de croissance annuel moyen du PIB réel (fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher) pour la période allant de 1998 à 2000, principalement du fait de l'intégration de nouvelles données de référence. Environ les trois quarts de la réévaluation des chiffres du PIB réel (et de la productivité du travail) ont été considérés comme permanents, ce qui a conduit à la majoration des estimations de la production potentielle. Le quart restant ayant une incidence sur la demande excédentaire, le niveau estimé de celle-ci en 2000 et au premier trimestre de 2001 a donc été révisé à la hausse.

#### La maîtrise des coûts

**La hausse du salaire horaire moyen s'est ralentie, pour s'établir à environ 2,75 %.**

Si l'on se fonde sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % au second semestre de 2000 à environ 2,75 % au troisième trimestre de 2001 (Graphique 8).





***La productivité n'ayant enregistré qu'une modeste progression, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre se situait juste au-dessus de 2 % au milieu de l'année.***

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans le secteur des entreprises s'est ralentie entre le deuxième trimestre de 2000 et le trimestre correspondant de 2001, tandis que la croissance de la productivité du travail est restée modeste dans la première moitié de 2001, sous l'effet de la décélération de l'activité. Compte tenu de ces taux d'augmentation de la rémunération et de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises ont progressé, en glissement annuel, de 2,3 % au deuxième trimestre de 2001 (Graphique 9).

### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

#### Les mesures de politique monétaire

Depuis le début de l'année, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 300 points de base (Graphique 10). Elle a notamment procédé, depuis la parution du *Rapport* de mai, à cinq réductions (le 29 mai, le 17 juillet, le 28 août, le 17 septembre et le 23 octobre) totalisant 200 points de base. Les deux premières, de 25 points de base chacune, ont été opérées dans le contexte d'un ralentissement graduel de la croissance économique au Canada imputable à un tassement de l'activité aux États-Unis. Lorsqu'on s'est rendu compte, par la suite, que la faiblesse de la demande intérieure et extérieure risquait sans doute d'être plus prononcée et plus prolongée que prévu, en particulier après les attentats terroristes survenus le 11 septembre, le rythme des baisses de taux d'intérêt s'est accéléré. Les trois dernières réductions — de 25, 50 et 75 points de base, respectivement — ont fait descendre le taux cible du financement à un jour à 2,75 %. Ces interventions avaient pour but de soutenir la demande et de raffermir la confiance des ménages et des entreprises, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de l'amélioration des pronostics concernant l'évolution future de l'inflation.

Toutes ces modifications du taux du financement à un jour ont été apportées aux dates préétablies, sauf celle annoncée le 17 septembre. Cette mesure exceptionnelle, qui n'était pas prévue au calendrier, a été prise au lendemain des attentats terroristes perpétrés aux États-Unis et, à l'instar des interventions similaires effectuées dans d'autres pays, visait à renforcer la confiance des ménages et des entreprises, ébranlée par ces attentats. La Banque du Canada a également injecté des liquidités supplémentaires dans le système bancaire juste après les événements du 11 septembre afin d'assurer le comportement ordonné des marchés financiers (Note technique 2).

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 400 points de base depuis le début de l'année. De ce total, 250 points ont été retranchés depuis la rédaction du *Rapport* de mai. Deux réductions récentes de 50 points de base chacune ont notamment été opérées, l'une le 17 septembre, dans le sillage des attentats terroristes, et l'autre le 2 octobre, pour tenir compte des signes persistants de faiblesse affichés par l'économie américaine. Ces interventions ont eu pour effet de faire tomber le taux cible des fonds fédéraux à 2,5 %.

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

- 29 mai — réduction de 25 points de base; taux ramené à 4,5 %
- 17 juillet — réduction de 25 points de base
- 28 août — réduction de 25 points de base
- 17 septembre — réduction de 50 points de base
- 23 octobre — réduction de 75 points de base; taux ramené à 2,75 %

## Note technique 2

**Mesures prises au Canada pour faire face à de possibles perturbations du système financier**

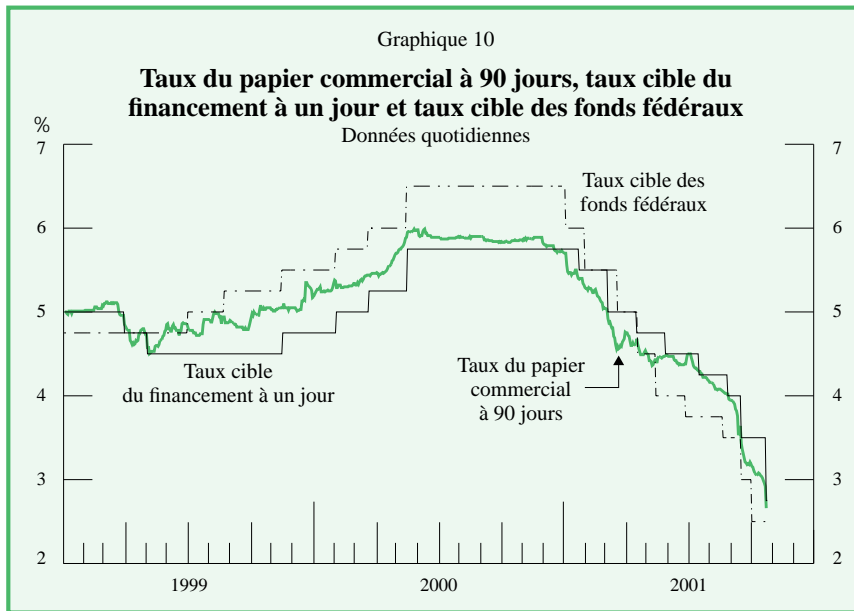
Les banques centrales du monde entier sont intervenues rapidement afin de soutenir le système financier à la suite des attentats du 11 septembre. Elles ont d'abord aidé à garder opérationnels les systèmes de compensation et de règlement en offrant aux institutions financières un accès continu à des liquidités suffisantes pour répondre à leurs besoins de financement à court terme. Dans les heures qui ont suivi les attentats, les grands systèmes canadiens de compensation et de règlement ont continué de bien fonctionner, et les délais de traitement sont restés normaux, tant au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) que du Service de compensation des titres d'emprunt de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs.

Immédiatement après les attentats, les institutions financières canadiennes s'étaient mises à douter de la capacité de certaines entités d'honorer tous leurs engagements. De peur que les entrées de fonds attendues ne se matérialisent pas, les participants aux systèmes de compensation et de règlement ont hésité à envoyer leurs paiements, et le volume des soldes de règlement qu'ils souhaitaient détenir a augmenté de façon générale. Aussi les flux de paiement dans le STPGV se sont-ils ralentis peu après les attentats, à tel point qu'on craignait que ce dernier ne s'immobilise complètement.

La Banque du Canada a réagi promptement le 11 septembre, en indiquant qu'elle allait injecter des liquidités dans le système de façon à porter le niveau des soldes de règlement excédentaires dans le STPGV à un milliard de dollars (contre 50 millions en temps normal). Les institutions financières ont ainsi obtenu l'assurance que, même si elles ne recevaient pas les paiements attendus, elles auraient accès aux fonds dont elles avaient besoin. La Banque a de plus fait savoir qu'elle était disposée à conclure des prises en pension spéciales avec les négociants principaux au taux des fonds à un jour. Ces liquidités supplémentaires ont été maintenues à la hauteur de 950 millions jusqu'au 17 septembre, puis leur niveau a été abaissé graduellement, de sorte qu'au 4 octobre, les soldes excédentaires de règlement dans le STPGV étaient revenus à 50 millions. Il importe de noter que ces injections de liquidités visaient à répondre à une augmentation temporaire de la demande de soldes de règlement et qu'en agissant ainsi, la Banque évitait une hausse inopportune du taux à un jour.

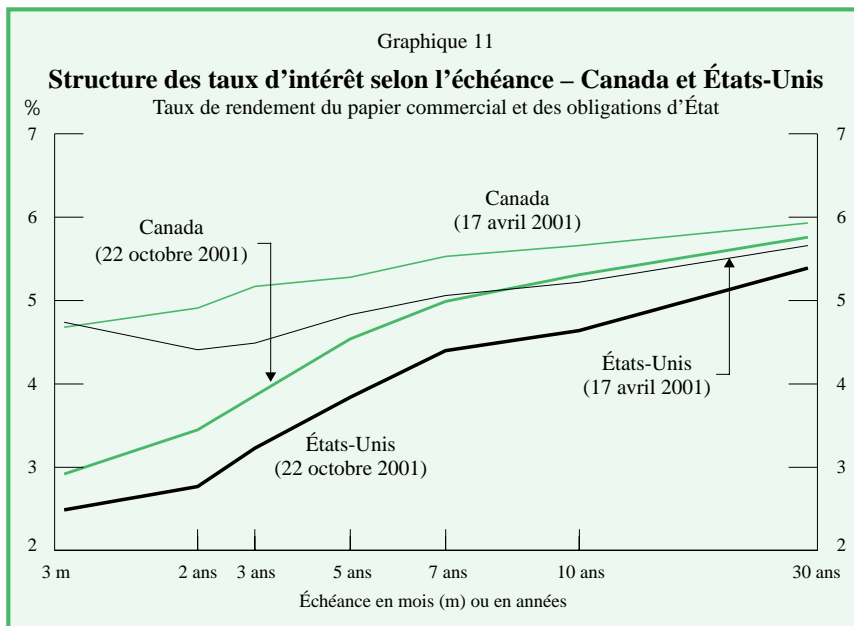
Parallèlement, dans les jours qui ont suivi les attentats, les participants directs au Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui traite surtout les paiements sur support papier (les chèques), se sont vu offrir une occasion additionnelle, chaque jour, d'effectuer des transactions et d'atténuer par le fait même les déséquilibres au chapitre de leurs paiements. Cette mesure, levée le 18 septembre, leur a permis de réduire tout besoin inhabituel en matière de liquidités ou de titres pouvant servir de garantie, aux fins du règlement de leurs obligations dans le SACR.

Les attentats du 11 septembre ayant touché le cœur du système financier américain, les activités de règlement des paiements et des opérations sur titres ont été perturbées de façon temporaire sur les marchés américains. Ainsi, une grande banque chargée de compenser et de régler des opérations sur titres pour le compte d'autres banques a connu des ratés dans le traitement des transactions. On a donc craint que des banques, y compris des institutions canadiennes, se trouvent empêchées de donner des titres de leur portefeuille en garantie des prêts dont elles avaient besoin. On a craint aussi que les banques ne puissent obtenir sur le marché les fonds nécessaires au financement de prêts en dollars É.-U. Afin d'être en mesure de fournir aux banques canadiennes davantage de liquidités en dollars É.-U. à court terme, la Banque s'est alors entendue avec la Réserve fédérale des États-Unis pour que le montant (2 milliards de dollars É.-U.) de son accord de swap avec elle soit majoré à 10 milliards durant 30 jours. Cet accord temporaire est arrivé à échéance le 14 octobre, et aucun tirage sur celui-ci n'a été nécessaire.



L'assombrissement des perspectives économiques observé depuis le milieu de l'été a contribué à un glissement vers le bas et à une accentuation de la pente de la courbe des rendements au Canada et chez notre voisin du sud (Graphique 11). Estimant que la reprise de l'économie nord-américaine allait être retardée, les agents économiques se sont mis à anticiper un nouvel assouplissement de la politique monétaire, ce qui s'est reflété dans les taux d'intérêt à court terme. Cette attente peut aussi avoir

*Depuis le milieu de l'été, la pente de la courbe des rendements au Canada s'est accentuée et a glissé vers le bas.*

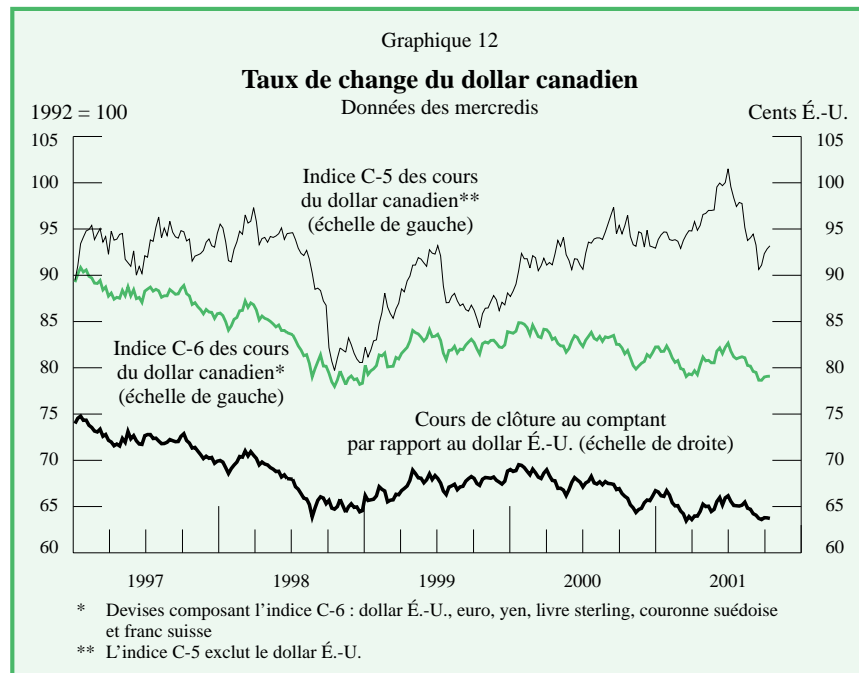


entraîné une réduction de la prime d'inflation incorporée aux taux d'intérêt à long terme, les rendements des obligations à long terme ayant baissé tant au Canada qu'aux États-Unis.

Devant le nombre croissant de signes indiquant que le ralentissement économique serait plus marqué au Canada que le marché ne l'avait prévu, l'écart positif de rendement entre les obligations des gouvernements canadien et américain s'est rétréci tout au long de l'été. Depuis le 11 septembre, cependant, cet écart s'est de nouveau agrandi; la préférence qu'affichent les investisseurs pour les titres d'État américains en période d'incertitude à l'échelle mondiale a en effet rendu les rendements des obligations à long terme émises par le Trésor des États-Unis inférieurs à ceux des obligations à long terme d'autres pays.

### Le taux de change

Depuis la publication du *Rapport* de mai, le cours du dollar canadien a fluctué entre 0,6324 et 0,6636 dollar É.-U. (Graphique 12). Les attentes d'un tassement de l'activité relativement moins prononcé au Canada qu'aux États-Unis ont aidé à soutenir notre dollar au printemps et au début de l'été. Plus récemment, l'essoufflement de l'économie mondiale, le fléchissement consécutif des prix des produits de base, la décélération de l'activité au pays et l'incertitude économique provoquée sur la scène internationale par les attentats terroristes ont contribué au repli du dollar canadien.

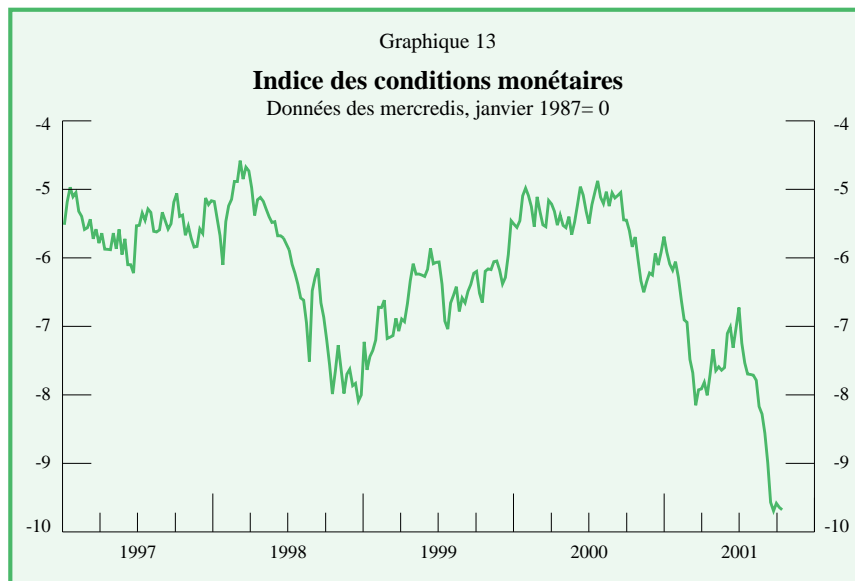


À la suite des événements du 11 septembre, le dollar américain s'est tout d'abord déprécié par rapport aux autres grandes monnaies, poursuivant ainsi une tendance à la baisse amorcée en juin. Cependant, à mesure que les marchés réévaluaient la position conjoncturelle relative des principales économies du monde, le billet vert s'est ressaisi et a dépassé son niveau d'avant les attentats.

### Les conditions monétaires

Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies depuis la parution du *Rapport* de mai, par suite à la fois des baisses des taux d'intérêt et de la dépréciation du dollar canadien. L'indice des conditions monétaires s'établissait à -9,91 le 22 octobre, contre -8,0 en mai (Graphique 13).

*Les conditions monétaires se sont considérablement assouplies.*



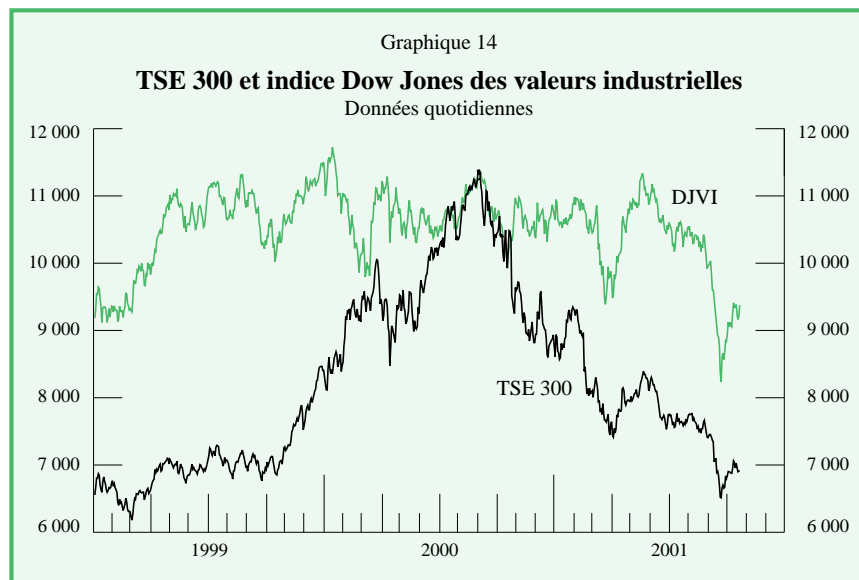
### Les autres aspects de l'évolution financière

Les entreprises font face, depuis la dernière livraison du *Rapport*, à un resserrement des conditions du crédit engendré par la détérioration des perspectives économiques et l'accroissement de l'incertitude, en particulier dans la foulée des attentats du 11 septembre. Cette contraction s'est traduite, sur le marché obligataire, par une hausse des écarts de rendement entre les titres de dette de sociétés et les titres d'État. Et alors que seuls quelques secteurs, comme les télécommunications et la construction automobile, étaient touchés par le resserrement des conditions du crédit plus tôt cette année, d'autres industries en ressentent maintenant les effets.

**Malgré le resserrement des conditions du crédit, la croissance des crédits aux entreprises s'est accélérée depuis mai dernier.**

Malgré tout, la croissance des crédits aux entreprises s'est accélérée depuis mai dernier, et ce, en raison d'une augmentation de la demande de financement. Cette hausse tient au désir qu'ont les entreprises de détenir davantage de liquidités face à l'incertitude accrue sur le plan économique. Les crédits aux ménages continuent d'afficher une solide progression.

Entre la fin de mai et le début de septembre, l'indice de la Bourse de Toronto, le TSE, a accusé une forte baisse, perdant plus de 12 % (Graphique 14). Ce recul reflète celui enregistré par l'indice Dow Jones des valeurs industrielles, qui a chuté d'environ 15 % au cours de la même période. Le repli des cours boursiers témoignait de la dégradation des perspectives en matière de profits à mesure que le ralentissement de l'économie mondiale devenait plus manifeste. Ces deux marchés boursiers ont chuté de plus de 10 % durant les dix jours qui ont suivi les événements du 11 septembre, mais ils ont par la suite regagné une bonne partie du terrain perdu.





## 4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

### L'incertitude qui caractérise le climat actuel

Au-delà de leurs conséquences tragiques immédiates, les attentats terroristes perpétrés aux États-Unis ont fait naître une grande incertitude sur la scène économique mondiale. Avant ces événements, le ralentissement de l'expansion économique mondiale était déjà assez marqué, les effets de l'essoufflement de la croissance aux États-Unis et de la contraction à l'échelle internationale des secteurs des télécommunications et des technologies de l'information étant devenus plus manifestes dans les autres pays industrialisés et les économies de marché émergentes. Il est vrai que les actes terroristes ont accentué le tassement de l'activité mondiale à très court terme, mais il est fort difficile d'estimer combien de temps ces effets négatifs vont se faire sentir.

Cette incertitude est déterminante dans l'évaluation des perspectives économiques. La tenue de l'économie mondiale dépendra en grande partie de l'évolution de la situation géopolitique et des répercussions des attentats sur la confiance. Les projections économiques formulées dans pareilles circonstances sont entachées d'une incertitude beaucoup plus prononcée que d'ordinaire. Par conséquent, au lieu d'exposer ici nos prévisions habituelles, nous présenterons les hypothèses de travail utilisées actuellement par la Banque et le scénario économique qui en découle. Ces hypothèses seront mises à jour à mesure que nous disposerons de nouvelles données.

La première hypothèse sur laquelle se fonde la Banque est qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme. Il semble raisonnable, dans ces conditions, de s'attendre à une reprise de la confiance des ménages et des entreprises, quoique le moment où celle-ci s'amorcera et le rythme auquel elle s'effectuera soient très difficiles à déterminer. La Banque suppose, comme deuxième hypothèse, que le sentiment d'insécurité actuel continuera de peser sur la confiance des consommateurs et des entreprises en Amérique du Nord durant le premier semestre de 2002, mais que le climat se stabilisera ensuite et que la confiance retournera à des niveaux normaux au second semestre.

*Les projections économiques actuelles sont entachées d'une incertitude exceptionnellement prononcée.*

*Les hypothèses de travail utilisées par la Banque sont les suivantes :*

- il n'y aura aucune nouvelle escalade importante du terrorisme;*
- la confiance des ménages et des entreprises retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002.*

## La conjoncture internationale

Aux États-Unis, la croissance de l'économie est tombée au point mort durant le premier semestre de 2001. S'il était souhaitable que l'activité décélère quelque peu pour s'établir à un rythme plus soutenable, le tassement observé a été plus profond et plus prolongé qu'on ne l'avait d'abord prévu. Cela est attribuable, dans une large mesure, au renversement marqué de la progression des dépenses d'investissement (qui avaient été l'un des moteurs de l'expansion économique américaine). Les investissements dans le secteur de la technologie ont été particulièrement touchés. La production industrielle a également chuté, les entreprises s'efforçant d'adapter les niveaux de leurs stocks à la demande. Parallèlement, les dépenses de consommation et les dépenses en logement ont continué d'augmenter, mais à un rythme plus lent.

*Les attentats terroristes aux États-Unis ont assombri des perspectives déjà peu encourageantes pour 2001.*

La détérioration des conditions sur le marché du travail aux États-Unis durant l'été, conjuguée à la faiblesse d'autres indicateurs, donnait à penser que la reprise de la croissance au second semestre de l'année serait plus graduelle qu'on ne l'avait d'abord pensé. Compte tenu des perspectives déjà peu encourageantes pour le deuxième semestre de 2001, les perturbations temporaires engendrées par les attentats terroristes font que la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance de l'activité aux États-Unis soit négative aux troisième et quatrième trimestres. Le taux d'expansion n'ayant atteint que 1,2 % en moyenne dans la première moitié de 2001, le taux de croissance annuel moyen s'établirait donc dans ce cas à environ 1 % seulement pour l'ensemble de l'année (à peu près 0 % pour les quatre trimestres de 2001), ce qui avoisine la moyenne des prévisions.

*À mesure que l'incertitude se dissipera l'an prochain, les mesures monétaires et budgétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place devraient favoriser une reprise relativement robuste de la croissance.*

Pour ce qui est de 2002, plusieurs facteurs, dont les baisses substantielles des taux d'intérêt, devraient contribuer à ranimer la croissance. La Réserve fédérale américaine est intervenue rapidement pour réduire les taux d'intérêt officiels à la suite des attaques terroristes. Les mesures de relance budgétaires adoptées cet été ainsi que l'accroissement des dépenses publiques et les réductions d'impôts proposées au lendemain des attentats viendront également soutenir les revenus personnels et la demande aux États-Unis. En outre, au 11 septembre, la correction des stocks était déjà très avancée et tirait à sa fin dans certains secteurs, notamment l'industrie automobile. En supposant que la confiance se rétablisse à des niveaux normaux au deuxième semestre de 2002, on s'attend à ce que les mesures budgétaires et monétaires fortement expansionnistes mises en place au cours de la dernière année favorisent une reprise relativement robuste de l'activité économique. Par conséquent, après une faible remontée au premier semestre

de 2002, la croissance devrait dépasser le taux d'augmentation de la production potentielle (estimé à quelque 3 %, Note technique 3) dans la deuxième moitié de l'année. Selon ce scénario, le rythme d'expansion en 2002 serait donc d'environ 1 % sur l'ensemble de l'année, ce qui est également proche de la moyenne des prévisions. La faiblesse du taux projeté tient en grande partie à la contraction attendue de l'activité économique au second semestre de 2001. De fait, mesurée en glissement annuel au quatrième trimestre, l'expansion devrait être beaucoup plus ferme en 2002, atteignant 2,7 %<sup>3</sup>.

La croissance plus anémique que prévu aux États-Unis et les niveaux accrus d'incertitude sur les marchés mondiaux auront aussi un impact négatif sur les autres économies industrialisées. C'est pourquoi les grandes banques centrales ont toutes abaissé leurs taux d'intérêt afin de soutenir la demande. En Europe, les répercussions du ralentissement des dépenses d'investissement aux États-Unis ainsi que les effets du recul de la demande intérieure étaient de plus en plus manifestes avant même les attentats de septembre. Les industries technologiques faisaient l'objet d'une correction particulièrement importante. Au Japon, les problèmes économiques ne se sont pas atténués depuis la parution du *Rapport* de mai, en grande partie parce que les efforts visant à relancer l'activité sont entravés par des lacunes structurelles fondamentales, y compris les difficultés persistantes du secteur financier. À la lumière des événements récents, on prévoit que la croissance des grandes économies européennes décélérera en 2001, pour s'établir aux alentours de 1,5 % sur l'ensemble de l'année, et que l'activité économique au Japon se contractera d'environ 0,5 %. Les perspectives de croissance se sont aussi encore détériorées dans les économies de marché émergentes, bien que les difficultés financières que connaissent l'Argentine et la Turquie ne se soient propagées que de façon assez limitée.

Compte tenu du ralentissement de l'économie mondiale, les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques devraient diminuer encore légèrement au cours des prochains mois puis se redresser graduellement.

3. Étant donné la grande incertitude qui règne actuellement et son caractère unique, nous avons rompu avec notre habitude qui consiste à exposer une page de résultats probables. Le scénario économique est plutôt présenté sous forme de résultat ponctuel. On peut assimiler le résultat projeté au point médian d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ce point médian, si les hypothèses de travail se matérialisent. Cependant, la marge d'incertitude est en réalité plus étendue, puisqu'elle doit inclure l'incertitude qui entoure les hypothèses de travail elles-mêmes.

*L'expansion économique devrait décélérer dans les grands pays européens...*

*... et, au Japon, il est probable que l'activité se contractera.*

## Note technique 3

**Perspectives en matière d'investissements privés  
et de production potentielle aux États-Unis**

Les dépenses d'investissement ont eu une influence déterminante dans l'évolution récente de l'économie américaine. La plupart des analystes s'attendaient à ce que le ralentissement actuel soit d'assez courte durée et qu'à la faveur de baisses des taux d'intérêt et des cours de l'énergie, l'activité reprenne rapidement une fois les déséquilibres des stocks corrigés. En août, toutefois, il était clair que la décélération de l'économie américaine était plus marquée que prévu et que la faiblesse des investissements avait été nettement sous-estimée. Les attentes des investisseurs en matière de rendement avaient apparemment atteint des niveaux insoutenables, en particulier dans le domaine des technologies de l'information et de la communication. Le renversement de cette situation et la chute parallèle du cours des actions ont contribué à une compression brutale des dépenses d'investissement. Ce cycle classique des investissements a joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on lui avait d'abord reconnu.

Auparavant, l'expansion rapide des dépenses d'investissement avait eu de fortes répercussions sur la progression de la productivité et de la production potentielle aux États-Unis. Il est de plus en plus manifeste que le boom de l'investissement de la deuxième moitié des années 1990, concentré dans les nouvelles technologies, a favorisé la croissance de la productivité et donc celle de la production potentielle. Ce phénomène a d'importantes implications pour les autorités, qui doivent tenir compte de la production potentielle et de l'incertitude qui l'entoure au moment de déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Le taux tendanciel de croissance de la productivité et de la production potentielle est cependant très difficile à prévoir, du fait non seulement du caractère accusé du cycle des investissements, mais aussi des révisions apportées récemment aux comptes nationaux des États-Unis. Celles-ci ont entraîné une correction à la baisse des estimations relatives au rythme des dépenses d'investissement et à la progression de la productivité des dernières années. Néanmoins, le taux d'accroissement de la productivité du travail aux États-Unis s'est établi à près de 2,5 % durant la seconde moitié des années 1990, un niveau nettement supérieur à la hausse moyenne enregistrée au cours des deux décennies précédentes (près de 1,5 %).

Plus récemment, la croissance mesurée de la productivité du travail a chuté à environ 1,5 % sur douze mois (données du deuxième trimestre), principalement sous l'effet du ralentissement cyclique de l'activité. Les perspectives d'une hausse du taux de croissance de la productivité et de l'activité à long terme demeurent cependant prometteuses, car le rythme fondamentalement vigoureux des progrès dans le domaine des technologies de l'information et de la communication devrait favoriser une solide remontée des dépenses d'investissement au fil du temps. D'après les données dont elle dispose, la Banque estime que l'augmentation tendancielle de la productivité à moyen terme se situera aux alentours de 2 % par année. Bien qu'inférieur à celui des dernières années, ce niveau dépasse le taux d'accroissement moyen observé durant la période de 1973 à 1995. On s'attend à ce que la production potentielle progresse à un rythme annuel moyen de près de 3 % au cours des prochaines années.

Les dommages matériels et les perturbations causés par les attentats du 11 septembre ont eu manifestement des effets négatifs à court terme sur la productivité et la production potentielle. Ces effets pourraient persister si la grande incertitude qui règne actuellement devait freiner la reprise des investissements, mais les répercussions sur la croissance tendancielle à long terme seront probablement minimes.

Les cours du pétrole brut risquent d'être instables mais, tout compte fait, on s'attend à ce qu'ils demeurent en deçà de 25 \$ É.-U. le baril dans les mois à venir. Les prix du gaz naturel, qui ont chuté considérablement depuis le début de 2001, vont probablement se raffermir quelque peu durant l'hiver. Ces hypothèses au sujet des cours du pétrole brut et du gaz naturel cadrent avec les attentes actuelles sur les marchés de contrats à terme.

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

Au Canada, on s'attend à ce que l'expansion économique soit à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001. Les exportations canadiennes se sont probablement repliées encore davantage durant cette période, principalement à cause du fléchissement attendu de l'activité économique aux États-Unis. La croissance des dépenses des ménages au second semestre sera sans doute freinée par les pertes d'emplois récentes et projetées, la réduction substantielle des prix des actions et l'incertitude accrue engendrée par les attentats terroristes. Vu le climat économique et politique mondial très incertain qui règne actuellement, on pense que les entreprises canadiennes demeureront prudentes. Les dépenses d'investissement risquent d'être réduites considérablement dans les secteurs où une marge appréciable de capacités inutilisées est apparue ou dans lesquels les perspectives d'évolution à moyen terme de la demande ont été révisées à la baisse par suite des événements du 11 septembre. Il est probable que la progression des investissements dans le secteur énergétique au cours du semestre soit aussi ralentie par l'incidence, sur la trésorerie des entreprises, de la réduction marquée des prix du gaz naturel observée dernièrement.

Comme on prévoit que le rythme d'expansion de l'économie sera proche de zéro, ou même légèrement en deçà, au second semestre de 2001, la croissance moyenne pour l'année devrait se situer aux environs de 1,5 %. Ce chiffre est inférieur à la plage de 2 à 3 % avancée dans le *Rapport* de mai 2001 et la *Mise à jour* du mois d'août. Par ailleurs, selon les plus récentes prévisions du secteur privé, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada s'établira à 1,4 % en 2001 (Consensus Economics, 2001). Lors de la parution du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur une croissance de 2,4 % pour l'année.

*La croissance de l'économie canadienne devrait être à peu près nulle ou légèrement négative au second semestre de 2001.*

***La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis.***

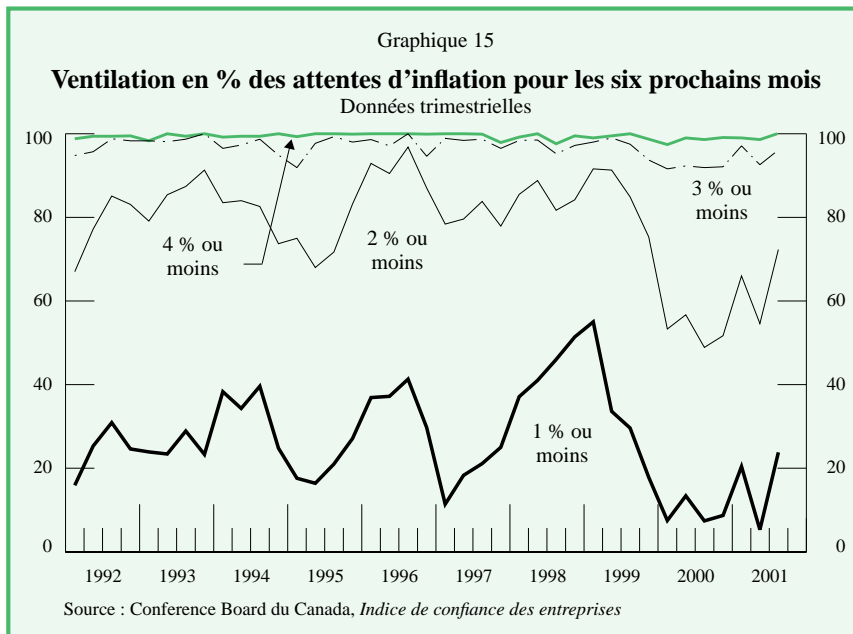
***Selon les hypothèses de travail actuelles de la Banque, la croissance de l'économie s'accéléra et dépassera celle de la production potentielle au deuxième semestre de 2002.***

***Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation.***

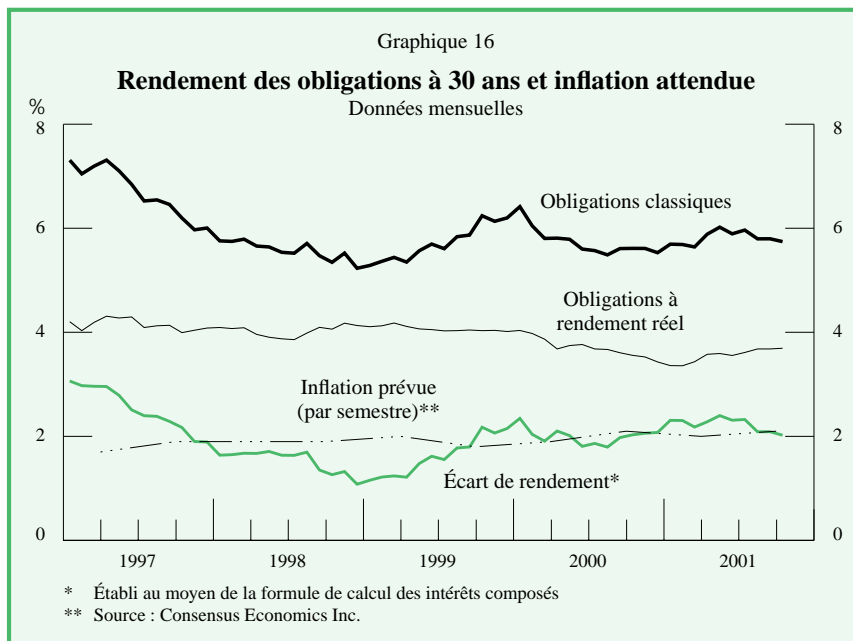
La tenue de l'économie canadienne en 2002 dépendra essentiellement du climat mondial, en général, et du moment et de l'ampleur de la reprise aux États-Unis, en particulier. La Banque prend comme hypothèse de travail que la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada retournera à des niveaux normaux au second semestre de 2002, en l'absence de nouveaux chocs géopolitiques importants. Selon ce scénario, une reprise de l'activité chez nos voisins du sud durant la deuxième moitié de 2002 accroîtra les exportations de produits canadiens. Au fur et à mesure que la confiance se rétablira, les mesures monétaires fortement expansionnistes en place, conjuguées aux augmentations des dépenses publiques annoncées récemment et aux réductions d'impôts déjà décrétées, devraient favoriser une vive progression de la dépense au pays. Un regain de la demande intérieure et étrangère devrait alimenter un redressement des investissements des entreprises après quelque temps. Les résultats de l'enquête que la Banque a menée en septembre auprès des entreprises laissent toutefois supposer que les dépenses d'investissement vont probablement s'inscrire en baisse au cours de la prochaine année, étant donné la grande incertitude entourant l'évolution future des ventes. D'après ce scénario, la croissance devrait demeurer relativement faible au premier semestre de 2002 — aux alentours de 2 % en rythme annuel — puis grimper à environ 4 % dans la deuxième moitié de l'année (soit au-dessus du taux d'augmentation de la production potentielle, estimé à quelque 3 %). Le rythme d'expansion de l'activité en 2002 devrait donc se situer à environ 1,5 % sur l'ensemble de l'année. Ce chiffre est comparable au taux de 1,7 % avancé maintenant en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé pour l'an prochain, lequel est en nette baisse par rapport aux 3,3 % indiqués dans la livraison de mai du *Rapport*.

### **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'automne révèlent que 72 % 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 96 % à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 15). La plus récente enquête effectuée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux confirme que les attentes en matière d'inflation sont solidement ancrées à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Le taux d'augmentation de l'IPC global attendu en moyenne par les prévisionnistes du secteur privé est de 2,0 % pour 2002 (en légère diminution par rapport au niveau annoncé au printemps dernier). Par



ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel avoisine les 2 % (Graphique 16). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient généralement entre 2,0 et 2,1 %, selon l'horizon considéré.



## Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

*L'incidence des fortes majorations passées des coûts de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'IPC devrait demeurer faible.*

Les effets du renchérissement de l'énergie sur les composantes hors énergie de l'IPC risquent de persister mais devraient en revanche être modestes et s'étaler sur quelques années.

Par contre, les perspectives d'évolution à court terme des prix à la consommation de l'énergie et, partant, de l'IPC global sont encore largement influencées par les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut et du gaz naturel. Si les cours du pétrole brut restent, d'ici la fin de l'année, sous le niveau qu'ils affichaient début septembre — soit 27 \$ É.-U. le baril —, les prix de l'essence et du mazout demeureront probablement inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant. En outre, on s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation du gaz naturel se modère durant les six prochains mois.

L'augmentation des coûts provoquée par la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 pourrait continuer à exercer certaines pressions à la hausse sur l'inflation durant les 18 mois à venir. On se rappellera cependant qu'au cours des années 1990, les fluctuations marquées des taux de change n'ont eu que peu d'incidence sur l'IPC, au Canada comme dans bien d'autres pays industriels, ce qui incite à croire que les effets de cette dépréciation seront restreints.

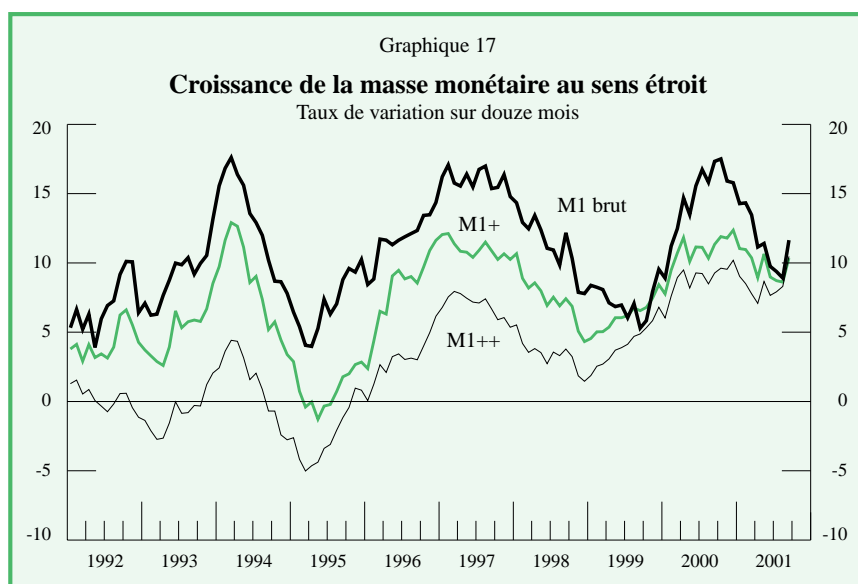
Les pressions sur le marché du travail s'étant atténuées récemment, on prévoit que les gains salariaux ralentiront tout au long de 2002. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises montrent que ces dernières sont beaucoup moins nombreuses qu'à la fin de 2000 à croire que les hausses salariales vont être plus élevées. Comme on s'attend à des gains de productivité plus robustes une fois la reprise économique amorcée, la progression de l'ensemble des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait être modérée.

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

*Les rythmes d'expansion des trois agrégats monétaires au sens étroit se sont nettement ralentis depuis le début de l'année, mais ils restent relativement élevés.*

Même si elle demeure relativement vive, la progression des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a nettement ralenti depuis le début de l'année (Graphique 17). Une bonne part de cette décélération, particulièrement dans le cas de M1 brut, est attribuable à l'importance décroissante de facteurs spéciaux, comme la forte augmentation antérieure des dépôts des institutions financières dans les banques, qui avait eu pour effet de gonfler la croissance des agrégats au sens étroit par rapport à celle des encaisses de transaction.





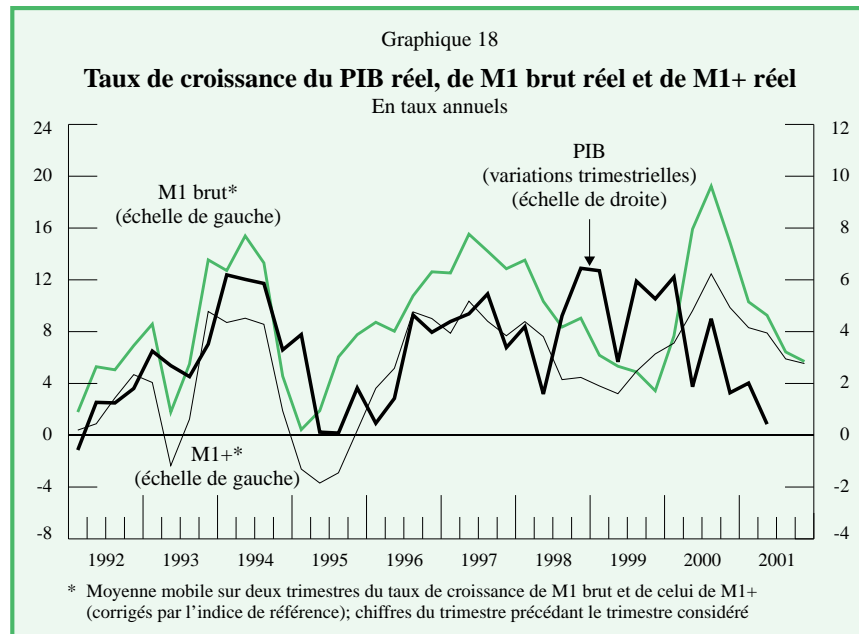
L'une des raisons pour lesquelles la monnaie au sens étroit a connu une progression relativement vigoureuse depuis est l'augmentation de la demande d'encaisses de précaution. Confrontés à l'incertitude accrue sur les marchés boursiers et préoccupés par le niveau futur de leurs revenus, les entreprises et les particuliers ont pu choisir, par mesure de prudence, de détenir davantage de dépôts à vue. Un resserrement des conditions du crédit dans certains secteurs pourrait aussi avoir amené les agents économiques à souhaiter disposer de plus de liquidités. Dans la mesure où ces encaisses serviront à l'acquisition d'avoirs financiers plutôt qu'à l'achat de biens et de services lorsque l'incertitude se sera dissipée, leur augmentation n'annonce pas une intensification des pressions inflationnistes dans l'immédiat.

En septembre, l'expansion de la monnaie au sens étroit s'est accélérée de façon marquée, largement en raison de facteurs temporaires liés aux attentats terroristes, ces derniers ayant incité un bon nombre d'entreprises et de ménages à accroître leurs liquidités et à retarder le réinvestissement de leurs fonds.

Si l'on en juge par l'expansion de la monnaie au sens étroit, la croissance du PIB réel en 2002 se situera entre 2 et 2,5 % (Graphique 18). Le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit indique que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendra près du point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation au cours des six prochains mois.

La croissance de M2++ a également ralenti depuis le début de l'année du fait de la baisse des montants nets confiés aux fonds communs de placement. Cependant, elle s'est accélérée en septembre,

*Selon le modèle de la Banque fondé sur la monnaie au sens étroit, l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra aux alentours de 2 % au cours des six prochains mois.*



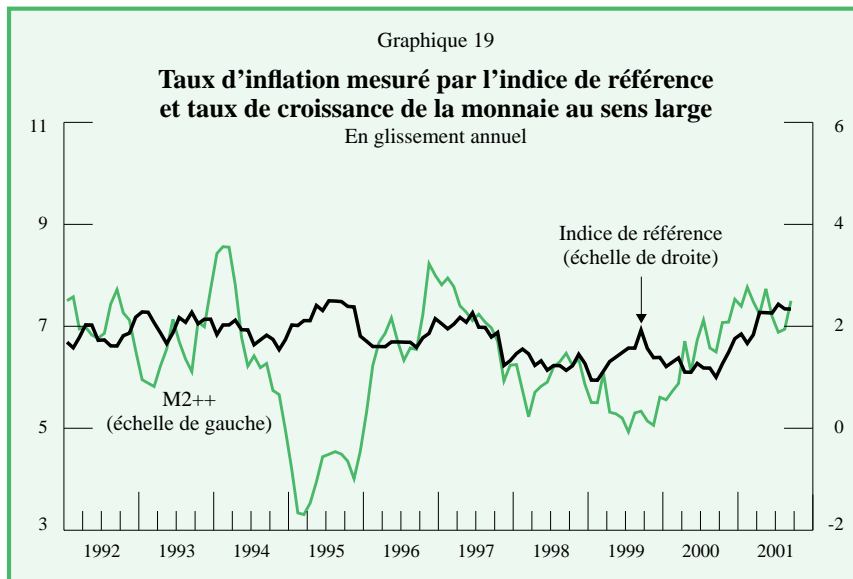
par suite principalement de la vive progression de la monnaie au sens étroit et d'un intérêt renouvelé pour les fonds communs de placement du marché monétaire. Les données rétrospectives se rapportant à M2++ ont été révisées en raison de l'adoption d'une source plus fiable relativement aux montants versés dans ces fonds<sup>4</sup>. Les nouveaux chiffres révèlent une expansion plus modérée en 2001 et au début de 2002 qu'on ne l'avait d'abord estimé. L'agrégat M2++ croît actuellement à un rythme généralement compatible avec un taux d'inflation se situant aux alentours de 2 % (Graphique 19).

### Les prévisions relatives à l'inflation

*L'offre excédentaire continuera de s'accroître jusqu'au milieu de 2002.*

Nous estimons que l'économie canadienne était en situation d'offre excédentaire au troisième trimestre de 2001. Selon le scénario découlant des hypothèses de travail de la Banque, la croissance de la production réelle ne devrait pas excéder celle de la production potentielle avant la deuxième moitié de 2002. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait continuer de s'accroître jusqu'au milieu de 2002, exerçant ainsi des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Cette influence devrait être modérée par le maintien à près de 2 % du taux d'inflation attendu

4. Les chiffres sur les fonds communs de placement proviennent désormais de l'Institut des fonds d'investissement du Canada.



à long terme et par les hausses observées et anticipées des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont de même ampleur.

Selon ce scénario, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence glisse sous les 2 % au début de 2002 et tombe à quelque 1 1/2 % au second semestre de l'année. Elle prévoit que les capacités inutilisées dans l'économie commenceront à se résorber durant cette période puis disparaîtront en 2003. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter près du point médian de 2 % avant la fin de 2003.

Si les cours mondiaux de l'énergie restent près ou en deçà des niveaux affichés début septembre, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber aux alentours de 2 % d'ici la fin de cette année et descendre sous le point médian de la fourchette cible en 2002. Toujours selon cette hypothèse au sujet des prix de l'énergie, la hausse de l'IPC global sera plus faible que celle de l'indice de référence en 2002. On prévoit enfin que le taux d'augmentation de l'IPC global remontera également près du point médian de 2 % vers la fin de 2003.

*Les taux d'augmentation de l'indice de référence et de l'IPC global devraient glisser sous les 2 %, point médian de la fourchette cible, en 2002...*

*... et remonter à près de 2 % avant la fin de 2003.*

## 5. CONCLUSIONS

Au cours de l'été, les signes indiquant que le ralentissement économique en Amérique du Nord serait plus prononcé et durerait plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord prévu ont commencé à s'accumuler. En particulier, les effets du repli en cours à l'échelle mondiale dans les secteurs de l'information et des télécommunications ont joué un rôle beaucoup plus important que celui qu'on leur avait reconnu au départ.

Les événements du 11 septembre et leurs retombées un peu partout dans le monde ont nettement accentué la faiblesse et l'incertitude qui caractérisent les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale et de l'économie canadienne. La rapidité avec laquelle les niveaux d'activité se redresseront et la croissance économique redémarrera dépend essentiellement de l'évolution de la situation géopolitique et du moment où la confiance des ménages et des entreprises aux États-Unis et au Canada reviendra à la normale.

On peut imaginer un scénario dans lequel la confiance se rétablira rapidement et où, compte tenu des mesures budgétaires et monétaires fortement expansionnistes qui ont été mises en place, une reprise robuste de la croissance s'amorcera dès les premiers mois de 2002. Par contre, la confiance des ménages et des entreprises en Amérique du Nord pourrait rester fragile encore longtemps, auquel cas la croissance risque de demeurer anémique durant la majeure partie de l'année.

La décision qu'a prise la Banque le 23 octobre d'abaisser de nouveau le taux cible du financement à un jour repose sur les hypothèses de travail avancées dans le présent rapport, c'est-à-dire qu'il n'y aura pas de nouvelle escalade importante du terrorisme et que la confiance se rétablira pour revenir à des niveaux normaux dans la seconde moitié de 2002.

En s'appuyant sur cette analyse, la Banque prévoit maintenant que des pressions à la baisse sur l'inflation persisteront durant une bonne partie de l'année prochaine et que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence descendra à 1 1/2 % environ au cours du second semestre de 2002. La diminution de 75 points de base du taux directeur de la Banque — le taux cible du financement à un jour — qui a été annoncée le 23 octobre visait à soutenir la croissance économique et à maintenir l'inflation près de notre cible de 2 % à moyen terme; conjuguée aux réductions antérieures, cette baisse a fait tomber le taux directeur à 2,75 %.

Bien qu'elle soit entourée d'une marge d'incertitude exceptionnellement grande, l'évaluation des perspectives exposée dans le présent rapport guidera la Banque, à mesure que de nouvelles données sur l'économie deviendront disponibles, dans les décisions qu'elle prendra concernant l'orientation à imprimer à la politique monétaire.

## 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<sup>o</sup> 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (2001). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- \_\_\_\_\_ (2001). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).
- Consensus Economics Inc. (2001). *Consensus Forecasts*.
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

En 2002, le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada sera publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraîtront en janvier et en juillet. 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>

