

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– octobre 2002 –

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

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

4923
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— octobre 2002 —

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

La belle tenue récente de notre économie, loin d'être le fruit du hasard, tient au cadre solide que nous nous sommes donné pour maîtriser l'inflation et gérer les finances publiques. [...] Restés fidèles à cette approche pendant la tourmente économique que nous venons de traverser, nous nous voyons maintenant récompensés des énormes efforts que nous avons déployés [...]. Comme le prouvent avec éloquence les résultats économiques récents du Canada, ce cadre d'action a montré sa valeur, et il continuera de bien nous servir.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
18 septembre 2002*

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la fourchette cible	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. L'évolution financière	17
La situation financière des entreprises et des ménages	17
Les mesures de politique monétaire	21
Le taux de change et les conditions monétaires	22
4. Les perspectives en matière d'inflation	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada ..	25
La mesure des attentes relatives à l'inflation ..	26
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	28
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
5. Conclusions	32
Bibliographie	33

Encadrés

1. La hausse de l'indice de référence analysée à la lumière de l'évolution de ses composantes	9
2. Différents indicateurs relatifs aux pressions sur la capacité de l'économie ..	14
3. Les conditions de financement des entreprises et la demande globale	18

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

L'outil de la politique monétaire

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

Les cibles

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

Le suivi de l'inflation

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

1. INTRODUCTION

Au cours de la dernière année, la croissance de l'activité au Canada a surpassé celle de presque tous les autres grands pays industriels. L'économie canadienne a progressé à un rythme supérieur à celui de sa production potentielle et se rapproche maintenant des limites de sa capacité. En outre, des gains remarquables ont été enregistrés au chapitre de l'emploi. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de 2 % que vise la Banque. Dans ce contexte, la politique monétaire s'est employée à réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place.

Si l'expansion économique a été vigoureuse au pays, la reprise a été moins rapide que prévu à l'échelle mondiale. Depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, l'évolution de la conjoncture économique, financière et géopolitique a contribué à modérer les perspectives de croissance de l'économie mondiale et à les rendre plus incertaines. Parmi les faits marquants survenus, mentionnons la poursuite de la correction du surinvestissement des années passées, le recul du prix des actions, la hausse des primes de risque, les inquiétudes à l'égard des pratiques des entreprises en matière de gouvernance et de déclaration de l'information financière, le climat géopolitique au Proche-Orient et les craintes concernant la situation dans plusieurs pays d'Amérique latine.

Cette évolution pourrait éventuellement se répercuter sur l'économie canadienne par un certain nombre de canaux. Un tassement de la croissance à l'étranger aurait des conséquences sur nos exportations, dont la plus grande partie est destinée aux États-Unis. Les dépenses des entreprises et des ménages au Canada pourraient aussi être touchées par l'augmentation du coût du capital, la diminution de la richesse consécutive à la chute des cours boursiers et le resserrement des conditions du crédit. Les préoccupations que suscitent les méthodes de gouvernance des sociétés et l'instabilité sur le plan géopolitique ont également accru l'incertitude, ce qui pourrait amener les ménages et les entreprises à différer leurs dépenses jusqu'à ce que la situation se clarifie.

L'économie canadienne a connu une expansion vigoureuse depuis le début de l'année...

... tandis que la reprise a été moins rapide que prévu à l'échelle mondiale.

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

La présente livraison du Rapport expose les facteurs externes et internes qui façonnent les perspectives de l'économie canadienne.

La présente livraison du *Rapport* contient une analyse détaillée des facteurs externes et internes susceptibles de façonner l'évolution de l'économie canadienne d'ici la fin de 2003. On y décrit aussi les facteurs qui devraient pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des mois à venir. Dans l'ensemble, la Banque reste d'avis que les conditions économiques fondamentales nécessiteront de nouvelles réductions du degré de détente monétaire. Le moment et l'ampleur des ajustements auxquels elle procédera dépendront de l'évaluation continue qu'elle effectue des forces externes et internes et de leurs implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au Canada.

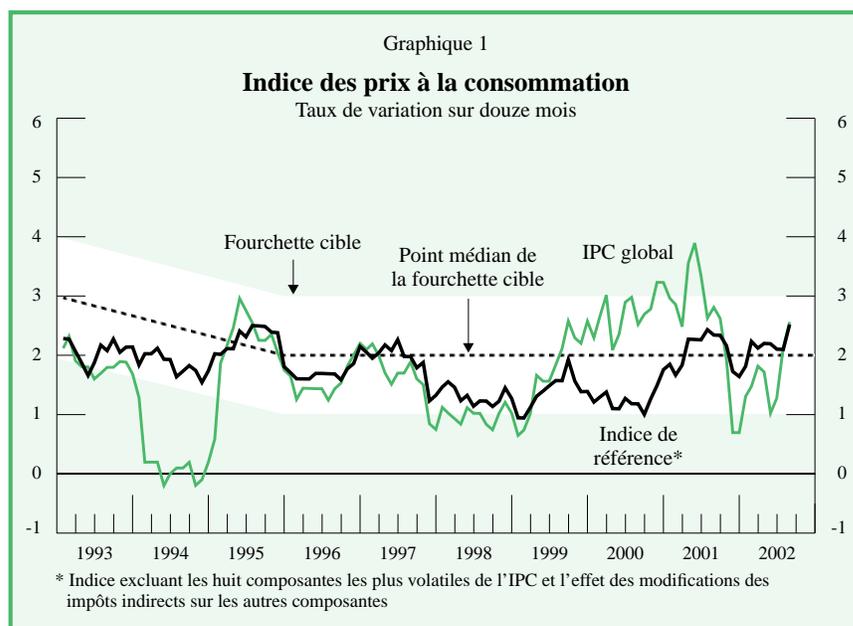
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis février 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence, en raison d'une importante majoration des taxes sur les produits du tabac et d'une forte remontée des cours du pétrole brut.

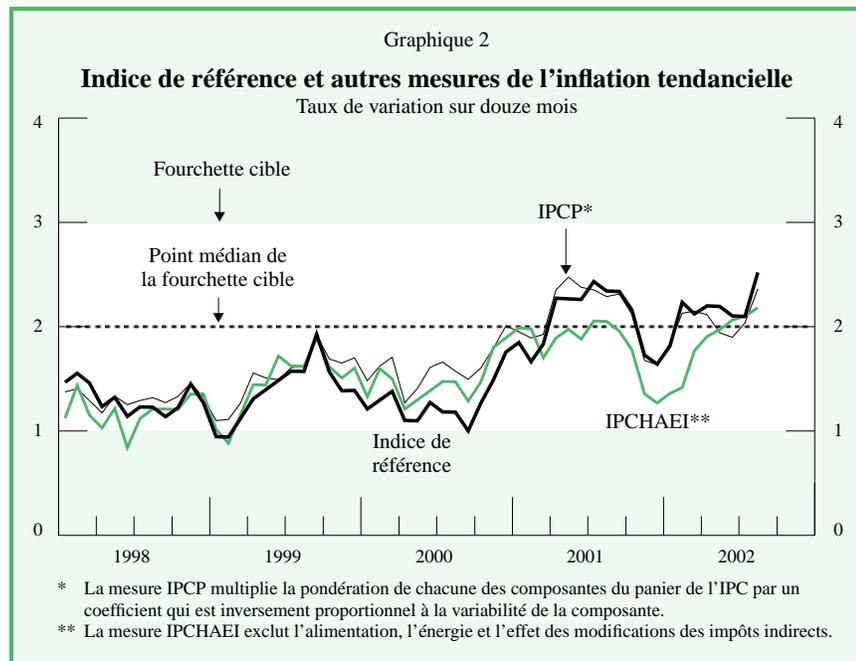
L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 1)¹. De février à juillet, elle s'est maintenue aux environs de 2,2 %, puis elle a grimpé à 2,5 % en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielle ont affiché un niveau inférieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence, mais en août elles dépassaient toutes 2 %, le point médian de la fourchette cible (Graphique 2).

Depuis le début de 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette cible...



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



Le niveau supérieur aux prévisions du taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie aux relèvements inhabituels des primes d'assurance et du prix de l'électricité (Encadré 1). La hausse notable des primes d'assurance habitation et en particulier des primes d'assurance automobile découle, dans une large mesure, de l'augmentation du montant des demandes d'indemnité ainsi que du faible rendement enregistré récemment par ce secteur d'activité sur ses placements financiers. L'escalade des coûts d'assurance a fait monter de 0,7 point de pourcentage l'inflation mesurée par l'indice de référence au mois d'août. De plus, les conditions météorologiques ont fait bondir récemment le prix de l'électricité en Ontario, mais la situation devrait largement s'inverser au cours des prochains mois². L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est également ressentie de la demande vigoureuse de logements et d'articles d'ameublement, qui a provoqué un renchérissement de ces biens. En outre, les majorations passées des coûts des produits importés imputables à la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix.

2. La structure du marché de l'électricité en Ontario ayant subi certains changements, les frais de base facturés aux consommateurs ont augmenté. De plus, les prix de gros de l'électricité sont devenus plus sensibles aux conditions de la demande. Les autres composantes du prix au détail de l'électricité, notamment les coûts de transmission et de distribution, sont toujours réglementées.

Encadré 1

**La hausse de l'indice de référence
analysée à la lumière de l'évolution de ses composantes**

Le niveau plus élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence, depuis le début de 2002, résulte surtout de majorations de prix inattendues dans certaines composantes « services » de l'indice. En règle générale, les prix des services finaux augmentent plus rapidement que les prix des biens finaux, principalement parce que la croissance de la productivité est moindre dans le secteur des services que dans celui des biens. Toutefois, l'écart entre les taux d'accroissement annuels des prix des biens et des services s'est considérablement élargi cette année. Sous l'effet notamment de la vive progression des coûts d'assurance habitation, et particulièrement d'assurance automobile, le taux d'augmentation sur douze mois des prix des services compris dans l'indice de référence s'est élevé à 3,5 % en août. L'ascension des coûts d'assurance découle en grande partie de la montée de la valeur des demandes d'indemnité, conjuguée au faible rendement affiché dernièrement par les placements financiers. Les frais de logement inclus dans l'indice de référence ont également crû à un rythme plus soutenu cette année, par suite de la hausse des coûts de construction et de la forte demande d'habitations. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix des logements neufs de Statistique Canada, qui sert à établir l'évolution de la composante « habitation » de l'indice de référence, est passé de 3,1 % au premier trimestre de cette année à 4,0 % au second trimestre.

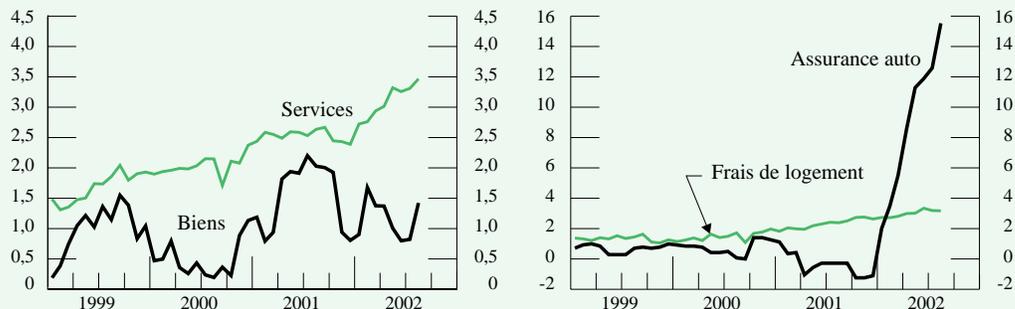
Contrairement aux services, les biens contenus dans le panier de l'indice de référence ont renchéri de seulement 1,4 % en août par rapport à la même période l'an dernier. Cela s'explique par l'augmentation modeste — voire la réduction — des prix de produits tels que les automobiles, d'autres biens durables, les vêtements et les chaussures. Par contre, les prix de l'électricité ont fortement grimpé en Ontario, ce qui tient à la fois à un relèvement des frais de base facturés aux consommateurs et aux pressions exercées sur la demande d'énergie par les conditions météorologiques en juillet et en août.

Sur le marché du logement, l'offre a progressé à la faveur de l'essor vigoureux de la construction et d'une hausse du nombre des inscriptions par rapport aux ventes. En conséquence, le taux d'accroissement des prix des maisons semble avoir cessé de s'accélérer, bien qu'il reste élevé. Si le niveau de l'offre continue de se rapprocher de celui de la demande, on peut donc s'attendre à ce que la montée des prix des maisons neuves et des frais de logement compris dans l'indice de référence se ralentisse légèrement dans les mois à venir. L'évolution des coûts d'assurance automobile est encore plus difficile à prévoir, mais on croit que les augmentations mensuelles seront un peu moins prononcées à ce chapitre. Néanmoins, comme rien n'indique que la tendance à la hausse des prix des logements et des primes d'assurance automobile se renversera dans les prochains mois, ces composantes devraient contribuer à maintenir le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence à un niveau relativement élevé durant une bonne partie de 2003.

En revanche, la part de la montée des prix de l'électricité en Ontario attribuable aux conditions météorologiques devrait s'inverser à court terme, ce qui réduira l'incidence de cette composante sur le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence.

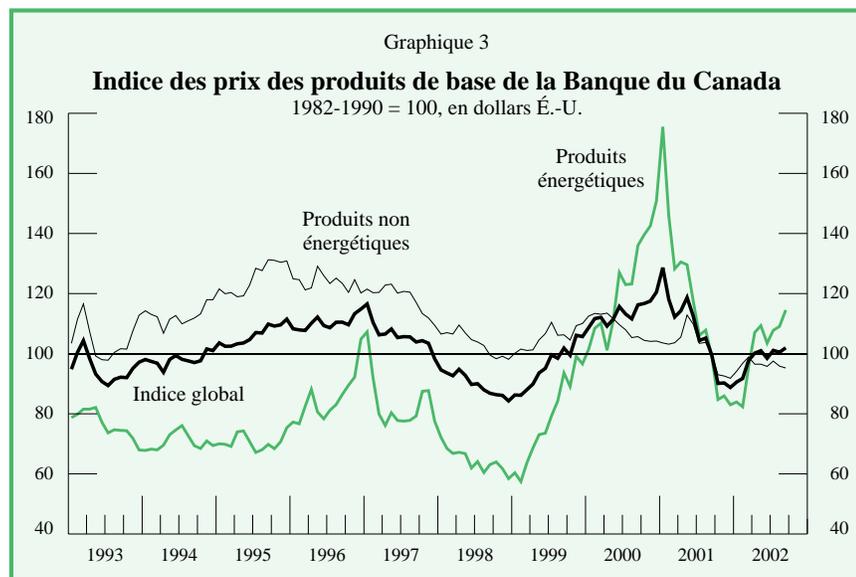
Composantes de l'indice de référence

Taux de variation sur douze mois



... et le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a grimpé, passant de 1,5 % en février à 2,6 % en août. Cette augmentation s'est produite plus tôt qu'on ne s'y attendait au moment de la publication du *Rapport* d'avril, mais le mouvement de convergence observé entre l'inflation mesurée par l'IPC global et celle mesurée par l'indice de référence avait été prévu. Plus tôt cette année, le cours du pétrole brut a fait un bond marqué, que l'on attribue principalement aux craintes d'une interruption des approvisionnements dans l'éventualité d'un déclenchement des hostilités au Proche-Orient (Graphique 3). L'important relèvement des taxes sur les produits du tabac a également accentué la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC global.



Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont reculé depuis la mi-avril.

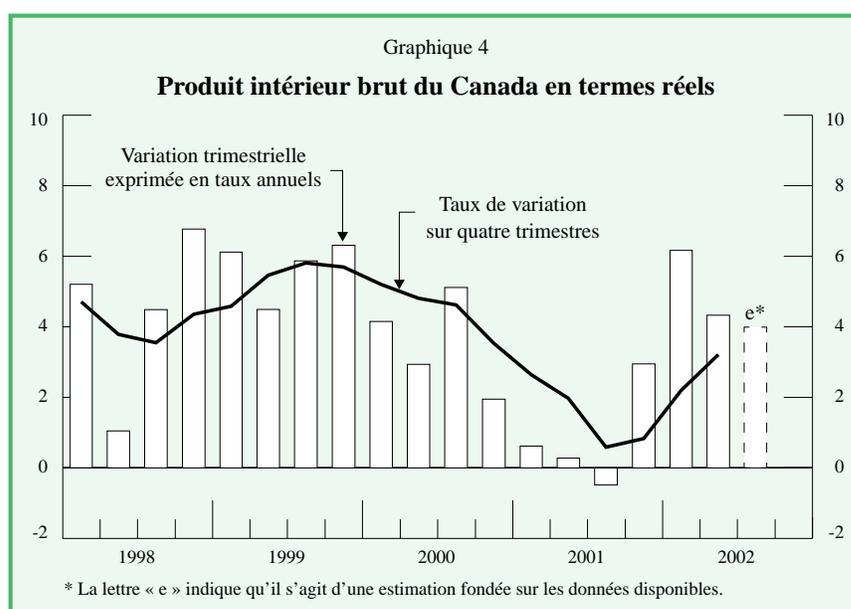
Contrairement aux prix de l'énergie, les prix des produits de base non énergétiques, qui avaient monté au début de l'année à la faveur du redressement de la demande mondiale, ont reculé depuis la mi-avril, le taux de croissance attendu de l'économie mondiale ayant été révisé à la baisse (Graphique 3). Les cours du bois d'œuvre, en particulier, ont accusé un net repli, en raison notamment de l'écoulement aux États-Unis des stocks accumulés avant que le gouvernement américain ne confirme qu'il allait imposer des droits sur le bois d'œuvre résineux. Les prix des métaux de base ont aussi diminué, mais dans une moindre mesure, par suite d'un tassement de la demande. Parallèlement, un accroissement de l'offre a contribué à faire fléchir les prix du bétail. En revanche, les cours des céréales ont vivement augmenté, principalement sous l'effet de la grave sécheresse qui a sévi dans l'Ouest canadien et dans d'autres régions.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Aux trois premiers trimestres de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été un peu plus rapide que ce que nous projetions dans le *Rapport* d'avril. Le PIB réel a crû de 5,2 % en rythme annuel au premier semestre, et les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi portent à croire qu'il aurait progressé à un taux d'environ 4 % au troisième trimestre (Graphique 4). Par conséquent, l'économie s'est rapprochée des limites de sa capacité plus vite que nous ne le prévoyions en avril.

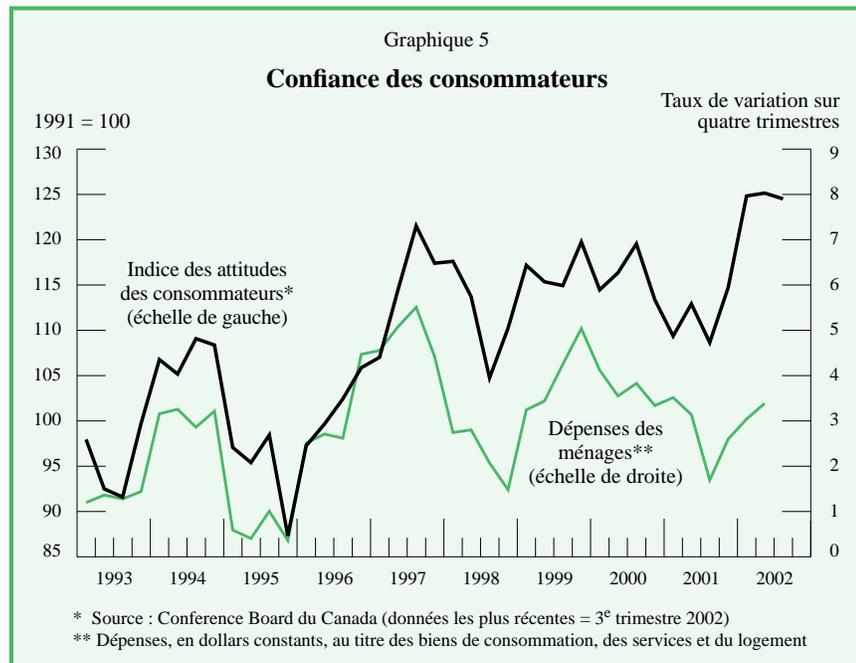
Durant les trois premiers trimestres de 2002, l'économie canadienne a crû à un rythme plus rapide que prévu.



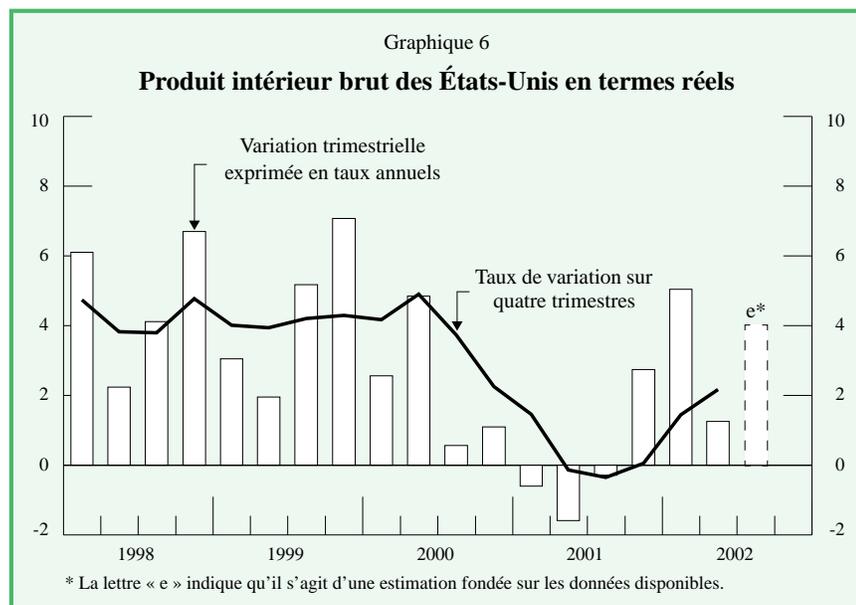
L'assouplissement marqué de la politique monétaire en 2001, tout comme les solides gains enregistrés au chapitre de l'emploi et des revenus réels, a grandement contribué au regain de confiance des consommateurs et à la forte croissance de la dépense des ménages observée depuis le début de 2002 (Graphique 5). Les exportations canadiennes se sont redressées, à la faveur de la relance qui s'opère aux États-Unis depuis le dernier trimestre de 2001. L'accumulation des stocks a repris au second trimestre de cette année, et les investissements en machines et matériel affichent une nette remontée. Par ailleurs, sous l'impulsion vigoureuse de la demande au pays, les importations en volume ont aussi augmenté de façon appréciable.

La dépense des ménages a vivement progressé au Canada...

... mais la croissance des exportations et la reconstitution des stocks qui s'est amorcée ont aussi contribué à l'expansion robuste de l'économie.



Après avoir connu une expansion robuste au premier trimestre de 2002, l'activité économique aux États-Unis a considérablement ralenti le trimestre suivant, mais, d'après les indicateurs dont nous disposons, elle se serait ressaisie au troisième trimestre (Graphique 6). Elle aurait progressé d'environ 3 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année.



D'importantes modifications ont été apportées récemment aux séries chronologiques des comptes nationaux des États-Unis. Les chiffres concernant la croissance du PIB réel durant les deux dernières années ont été révisés à la baisse, ce qui s'est traduit dans les données par un allongement de la récession que ce pays a connue en 2001. En se fondant sur ces révisions, ainsi que sur la croissance plus faible que prévu de l'activité au second trimestre, la Banque estime que l'économie américaine dispose actuellement de plus de capacités excédentaires qu'on ne le croyait jusqu'ici.

Les capacités excédentaires au sein de l'économie américaine sont plus importantes que prévu.

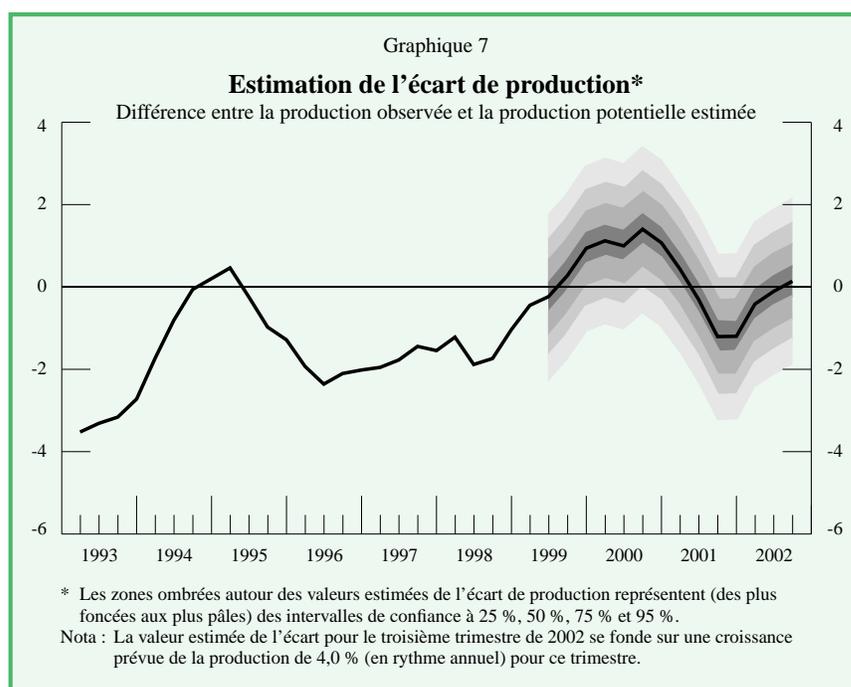
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, les capacités inutilisées au sein de l'économie étaient en grande partie disparues à la fin de l'été (Graphique 7).

Au Canada, la marge de capacités inutilisées a diminué sensiblement...

Plusieurs autres indicateurs font toutefois état de pressions moindres sur l'appareil de production que celles que laissent entrevoir les mesures habituelles (Encadré 2). Les gains importants que l'emploi connaît depuis le début de l'année se sont accompagnés d'une montée marquée du taux d'activité. La demande accrue de main-d'œuvre a donc été en partie satisfaite par une augmentation de l'offre. Il est en effet probable que l'accroissement du taux d'activité s'explique partiellement par un relèvement du taux d'activité tendanciel. À en juger par la dernière enquête que les bureaux

... mais n'est pas encore entièrement résorbée.



Encadré 2

Différents indicateurs relatifs aux pressions sur la capacité de l'économie

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque emploie habituellement portent à croire que l'économie canadienne est passée d'une situation de demande excédentaire en 2000 à une situation d'offre excédentaire au second semestre de 2001¹. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada fait état d'une évolution similaire. Au cours du second semestre de l'année dernière, ce taux est descendu au-dessous du niveau moyen enregistré sur la période 1987-2001. En outre, tant l'écart de production que le taux d'utilisation des capacités donnent à penser que l'offre excédentaire s'est considérablement amenuisée au premier semestre de 2002 et que l'économie a tourné presque à plein régime au deuxième trimestre.

Les pressions sur la capacité de production ont été particulièrement manifestes sur le marché du logement. Le taux d'inoccupation des unités d'habitation est très faible. Ce facteur, conjugué aux conditions monétaires expansionnistes, a insufflé un vif élan à la demande d'habitations, ce qui a fait diminuer le parc de logements neufs mais inoccupés et provoqué un nouveau renchérissement des maisons, tant nouvelles qu'anciennes. Néanmoins, l'essor vigoureux de la construction résidentielle a permis un bond remarquable de l'offre et ainsi empêché les prix de s'accroître encore plus rapidement.

Les autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes sur la capacité de l'économie. Entre les deuxièmes trimestres de 2001 et de 2002, la hausse du taux de chômage à l'échelle nationale a légèrement dépassé un demi-point de pourcentage. L'emploi a augmenté régulièrement depuis le début de 2002, mais la progression de l'offre de travail s'est aussi accélérée. De fait, une partie de la montée du taux d'activité global traduit probablement un relèvement tendanciel du taux d'activité, en raison principalement d'une participation accrue au marché du travail des femmes de 25 ans ou plus et des hommes de 55 ans ou plus². D'après les enquêtes menées par les bureaux régionaux de la Banque et par Statistique Canada, les pénuries de main-d'œuvre seraient également inférieures à ce qu'elles étaient au premier semestre de 2001. Ces indicateurs montrent tous qu'il subsiste des ressources inutilisées sur le marché du travail. Le ralentissement récent des hausses de la rémunération, malgré la tenue relativement bonne de la productivité, conforte ce diagnostic.

Par ailleurs, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas. Le taux d'inoccupation des bureaux a fortement progressé depuis la fin de 2001, et les prix des propriétés non résidentielles sont à peine supérieurs aux niveaux d'il y a un an.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté davantage que nous ne l'avions prévu dans le *Rapport* d'avril dernier, c'est surtout à cause de facteurs indépendants des tensions sous-jacentes s'exerçant sur l'appareil de production — notamment les hausses inattendues des primes d'assurance automobile et des tarifs d'électricité.

À la lumière de ce large éventail d'indicateurs, la Banque estime que les pressions actuelles sur la capacité de l'économie sont un peu inférieures à celles qu'indique la mesure économétrique de l'écart de production.

1. La mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise repose sur une variante du filtre multivarié décrit par Butler (1996), qui établit le niveau de la production potentielle à partir de l'évolution de certaines variables observables, telles que la quantité de main-d'œuvre, la productivité du travail et l'inflation (cf. la Note technique 1 dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995).

2. La mesure économétrique de la production potentielle tient compte des données sur l'évolution du taux d'activité, mais elle a tendance à ne réagir que lentement aux modifications du taux d'activité tendanciel. Par conséquent, si ce dernier a augmenté, elle tend à sous-estimer la production potentielle tant que l'ampleur de la hausse n'est pas totalement prise en compte.

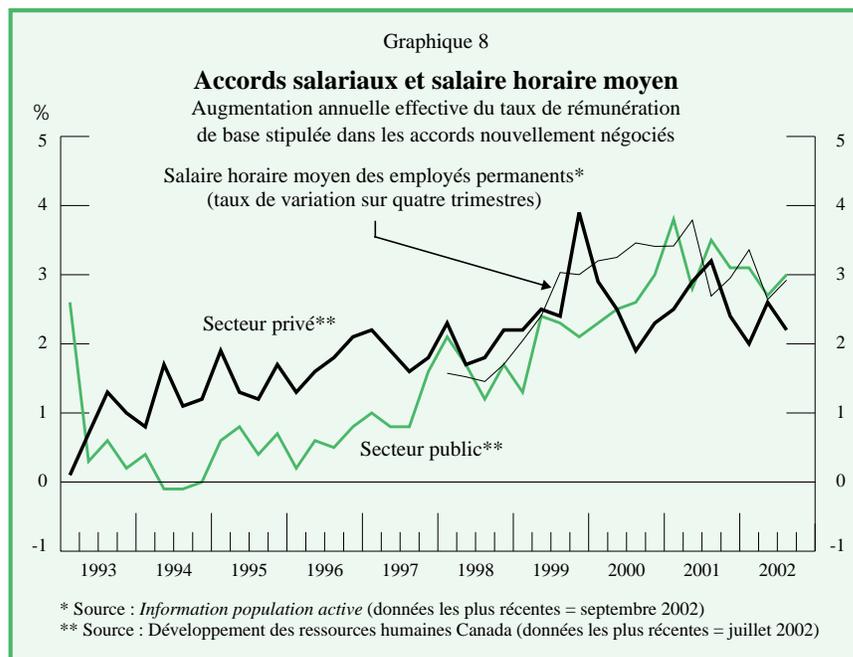
régionaux de la Banque ont menée auprès d'entreprises canadiennes, les pressions qui se font sentir sur la capacité ne sont pas généralisées. Tout bien considéré, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires qui subsiste actuellement au sein de l'économie est légèrement plus élevée que ne le donne à penser sa mesure habituelle de l'écart de production.

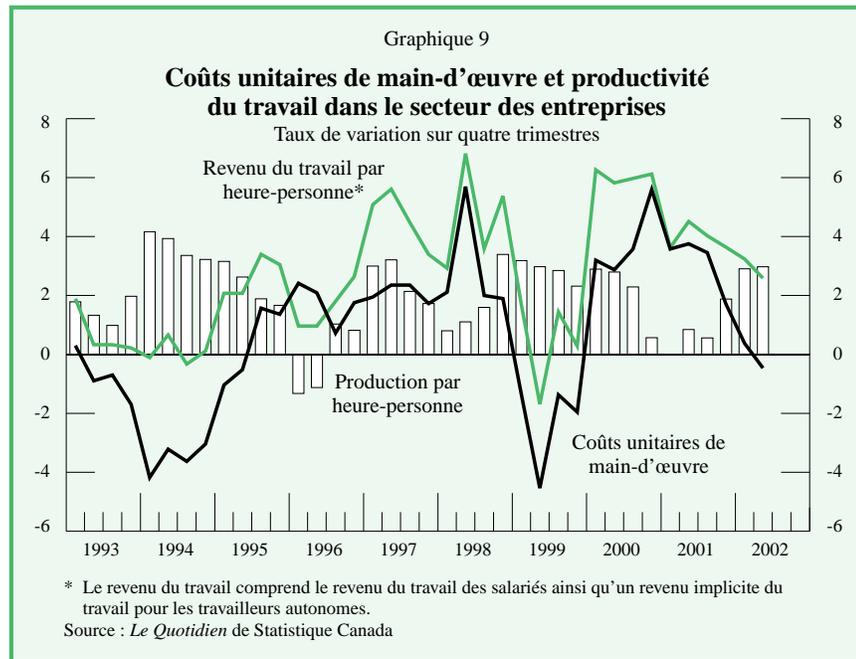
La maîtrise des coûts

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % en début d'année à un peu moins de 3,0 % au troisième trimestre de 2002 (Graphique 8).

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans les entreprises s'est beaucoup ralentie depuis la fin de 2000. En revanche, le taux de croissance de la productivité du travail a grimpé à 3 % au premier semestre de 2002, à la faveur de la reprise naissante. En raison de cette accélération marquée des gains de productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises sont inférieurs à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9).

En raison de la forte accélération de la croissance de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre sont inférieurs à ce qu'ils étaient un an auparavant.





3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Au cours des derniers mois, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'activité économique internationale en raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers à l'échelle mondiale. Il existe plusieurs canaux par lesquels ces facteurs peuvent avoir une incidence sur l'économie réelle (Encadré 3). Une hausse des primes de risque fait monter le coût du capital, et l'accès des entreprises au financement externe peut se trouver entravé si les prêteurs sont moins disposés à fournir des fonds ou moins en mesure de le faire. Une baisse du prix des actifs peut se répercuter sur la dépense par suite de ses effets sur l'avoir net des entreprises et des ménages; ces derniers peuvent aussi reporter certains achats lorsque l'incertitude est généralisée.

Au moment d'arrêter la trajectoire qu'il convient d'imprimer au taux d'intérêt directeur, il est important d'évaluer l'incidence de ces « vents contraires » financiers sur l'activité économique. Dans un certain nombre de pays, la présence de ces vents contraires explique en partie pourquoi les taux d'intérêt directeurs restent bien en deçà des niveaux ordinairement considérés comme neutres. La trajectoire qui ramènera les taux directeurs vers ces niveaux neutres dépendra dans une large mesure de la rapidité avec laquelle les vents contraires se dissiperont.

La situation financière des entreprises et des ménages

Dans l'ensemble, les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées sur un grand nombre de marchés depuis la publication du *Rapport* d'avril. Les emprunteurs à haut risque sont confrontés à une hausse du coût du capital et à un accès réduit au financement externe en raison du creusement des écarts sur le marché obligataire, du recul des cours boursiers et de la diminution de l'offre de crédits bancaires. En revanche, le coût du financement demeure bas pour les emprunteurs à faible risque.

Les écarts de taux de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont accrus sur presque toute la gamme des cotations (Graphique 10). Malgré l'élargissement des écarts, les taux d'intérêt dont sont assortis les titres de dette des sociétés bien cotées ont fléchi par suite de la baisse des taux des obligations d'État.

Au cours des six derniers mois, les rendements des obligations d'État à moyen et à long terme ont fortement chuté au Canada et aux États-Unis (Graphique 11). La réduction de la tolérance des

En raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'économie mondiale.

Les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées ces six derniers mois.

Encadré 3

Les conditions de financement des entreprises et la demande globale

L'évolution financière influe sur la demande globale notamment par son incidence sur les conditions de financement des entreprises. Les événements qui ont des retombées négatives sur la situation financière des emprunteurs ou qui réduisent la volonté ou la capacité des prêteurs de fournir des fonds entraînent une majoration des primes de risque sur les marchés obligataires, un recul du cours des actions et un durcissement des modalités de prêt. Si le financement devient moins disponible ou que son coût augmente, cela a pour conséquence de restreindre les investissements des entreprises et d'affaiblir la demande globale.

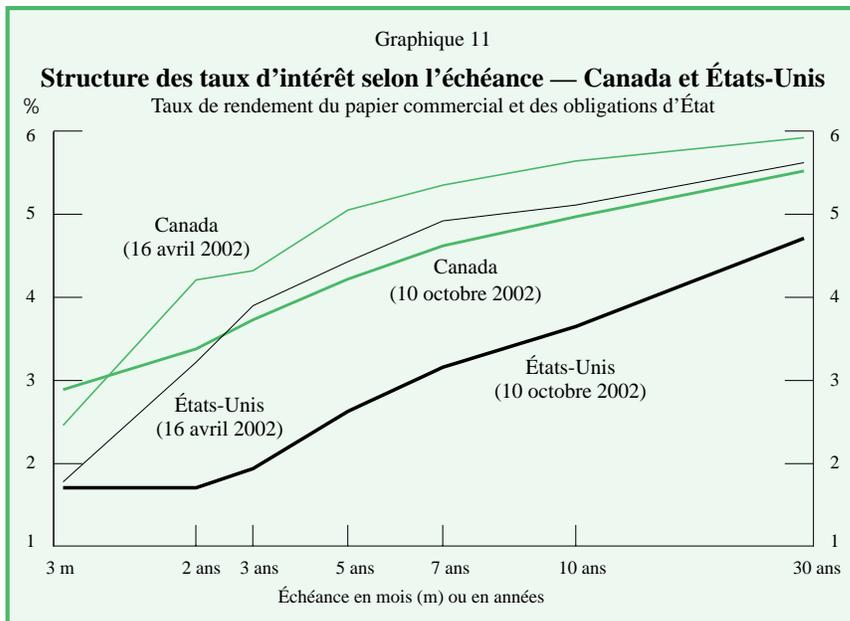
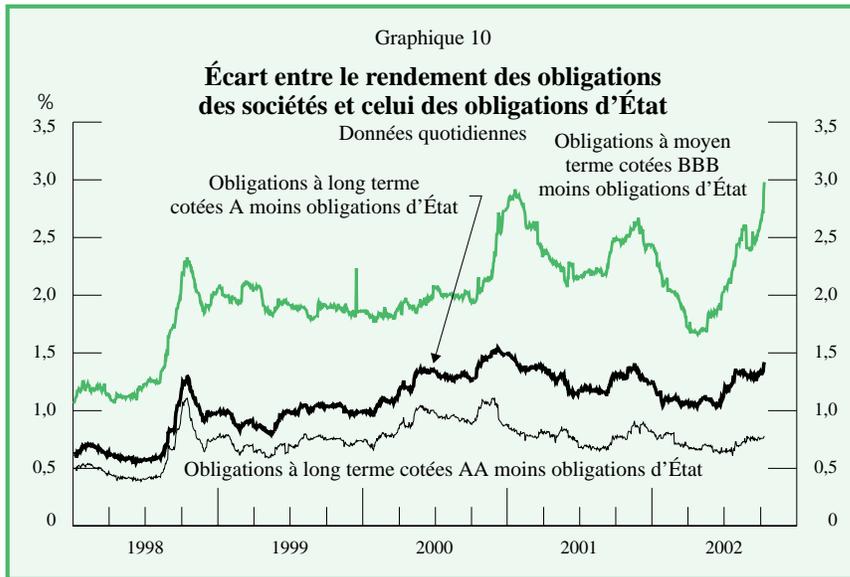
Les crédits aux entreprises peuvent être limités à la suite d'une détérioration de la situation financière des emprunteurs. Par exemple, une diminution perçue de la capacité de ces derniers à générer des revenus en vue de rembourser leurs emprunts peut causer une contraction des prêts. De même, une baisse de la valeur des actifs peut amoindrir la valeur des garanties et, partant, réduire le montant des crédits accordés. L'incertitude concernant l'évolution future des bénéfices ou la valeur des garanties d'un emprunteur, liée peut-être à une perte de confiance dans les pratiques comptables des sociétés, aura un effet similaire.

Un changement de la situation financière des prêteurs ou de l'attitude de ceux-ci à l'égard du risque peut également donner lieu à un resserrement des conditions de financement. Ainsi, une détérioration du bilan des banques peut amener celles-ci à durcir leurs exigences et les modalités de leurs prêts afin d'atténuer les risques ou à appliquer des taux d'intérêt plus élevés en contrepartie des risques encourus. Les banques peuvent aussi diminuer les prêts qu'elles consentent à certains secteurs ou à certains types d'emprunteurs dans le but de diversifier davantage leurs portefeuilles ou de limiter leur exposition au risque. Au début des années 1990, par exemple, les banques américaines ont subi des pertes dans leurs portefeuilles immobiliers, ce qui a eu une incidence sur leur santé financière. Il en est résulté un resserrement des conditions du crédit et une réduction de l'accès au financement pour un large éventail d'emprunteurs durant un certain temps.

Sur les marchés obligataires, les changements de la perception que les prêteurs ont du risque ou de leur propension à prendre des risques se traduiront par un élargissement des écarts de taux d'intérêt entre les obligations de sociétés et les obligations d'État — particulièrement dans le cas des entreprises moins bien cotées — et par un accès restreint aux marchés du papier commercial. Au moment de la cessation de paiement de la Russie et du quasi-effondrement de Long-Term Capital Management en 1998, les primes de risque sur les investissements à haut risque ont augmenté considérablement. Les écarts relatifs aux obligations de bonne qualité se sont également creusés, les investisseurs recherchant la liquidité des obligations du Trésor américain.

L'évolution des marchés boursiers se répercute bien évidemment sur le coût du financement par émission d'actions. Le repli du cours des actions et l'accroissement de la volatilité rendent la levée de fonds plus difficile et plus coûteuse.

Enfin, le tarissement d'une source de financement peut réduire la capacité d'obtenir des fonds d'une autre source. Par exemple, si les banques suppriment l'accès aux lignes de crédit de substitution, les investisseurs sur le marché du papier des sociétés ne seront pas disposés à acheter ce type de papier. Les changements apportés à la cotation des titres d'une entreprise peuvent déroger aux conditions d'un prêt bancaire et entraîner la renégociation ou l'annulation de ce dernier. De tels événements provoquent une hausse du coût du financement externe, ce qui rend les investissements plus onéreux.



investisseurs envers le risque, qui a amené ces derniers à délaisser les actions pour les obligations émises par des emprunteurs bien cotés, a grandement contribué à ce repli, qui tient probablement aussi, en partie, à l'ajustement des attentes des marchés concernant l'évolution des taux directeurs.

Les marchés boursiers internationaux ont affiché une faiblesse considérable, subissant des pertes importantes et traversant des périodes de grande volatilité. Du début de l'année aux premiers

Au Canada, les banques demeurent prudentes dans l'octroi de crédits, alors qu'aux États-Unis, elles continuent de resserrer leurs modalités de financement.

La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises a fortement ralenti depuis avril...

... tandis que celle des concours aux ménages est demeurée vigoureuse.

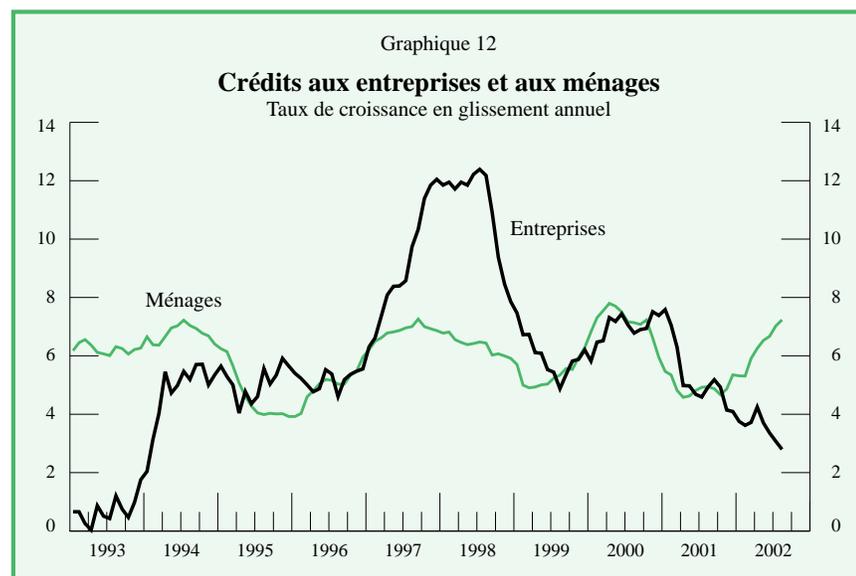
jours d'octobre, l'indice S&P 500 a perdu près de 25 % de sa valeur et, au Canada, l'indice TSX a reculé d'environ 20 %.

Les banques canadiennes demeurent prudentes dans leurs opérations de crédit, les provisions pour pertes sur prêts se maintenant à des niveaux élevés et les revenus des marchés de capitaux restant anémiques. Aux États-Unis, les institutions bancaires continuent de resserrer leurs modalités de financement en raison de l'assombrissement des perspectives économiques, des inquiétudes entourant certains secteurs et de la diminution de leur tolérance à l'égard du risque.

Avec l'aggravation de l'incertitude, les entreprises remettent à plus tard leurs projets d'investissement, et la demande de financement externe par les sociétés américaines et canadiennes est aussi en baisse. De plus, les entreprises canadiennes, dont les profits dépassent généralement ceux de leurs homologues américaines, pourraient avoir puisé dans leur trésorerie pour régler leurs dépenses.

Sous l'effet de ces facteurs d'offre et de demande, les opérations de financement ont diminué, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les émissions obligataires ont sensiblement ralenti depuis avril dernier, et le crédit bancaire a fléchi, tout comme l'encours du papier commercial. Au Canada, on observe un tassement considérable de l'expansion de l'ensemble des crédits aux entreprises depuis la publication du *Rapport* d'avril (Graphique 12).

En revanche, les crédits aux ménages ont continué d'afficher une progression vigoureuse, à la faveur de l'essor de la dépense de ces derniers (particulièrement dans le secteur du logement) ainsi que des modalités de crédit favorables, notamment les bas taux hypothécaires et l'accès facile aux concours bancaires.



L'endettement continu des ménages a été largement compensé par un accroissement des avoirs. En outre, les ménages semblent en bonne posture pour financer la dette accumulée, la part du revenu personnel consacrée au service de cette dette s'établissant bien en deçà des moyennes historiques.

La richesse des ménages s'est ressentie du repli des cours boursiers, mais cet effet a été en partie contrebalancé par le renchérissement des biens immobiliers. Selon certaines études, les dépenses de consommation seraient moins sensibles aux fluctuations du cours des actions qu'aux variations du prix des maisons.

Les mesures de politique monétaire

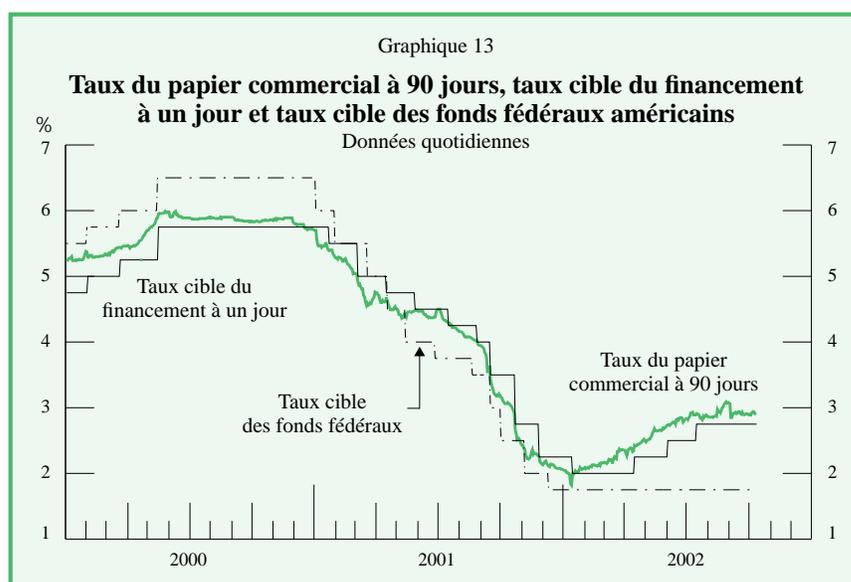
À la lumière de renseignements indiquant qu'une vigoureuse reprise était en cours au pays, la Banque du Canada a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 4 juin 2002, pour l'établir à 2,50 %, et à nouveau le 16 juillet, pour le porter à 2,75 % (Graphique 13).

Devant la détérioration des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, la volatilité des marchés financiers mondiaux et la situation géopolitique instable, la Banque a maintenu son taux cible à 2,75 % le 4 septembre et le 16 octobre.

Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux, auquel la Réserve fédérale avait retranché au total 475 points de base en 2001, est resté à 1,75 % depuis le début de l'année. À l'issue de sa réunion de mars, et dans les mois qui ont suivi, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) était d'avis que les risques de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance

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

- 4 juin — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,50 %
- 16 juillet — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,75 %
- 4 septembre — aucune modification
- 16 octobre — aucune modification

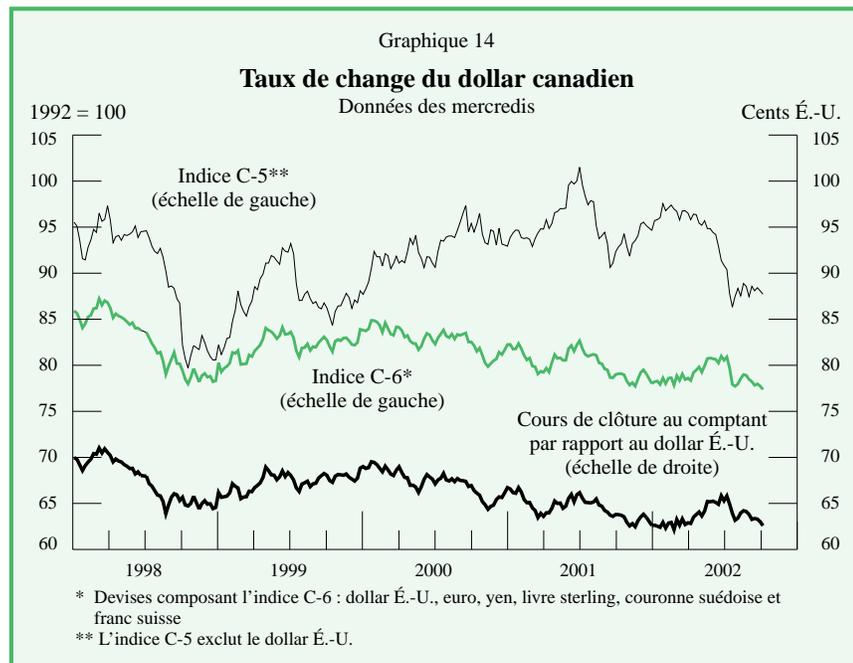


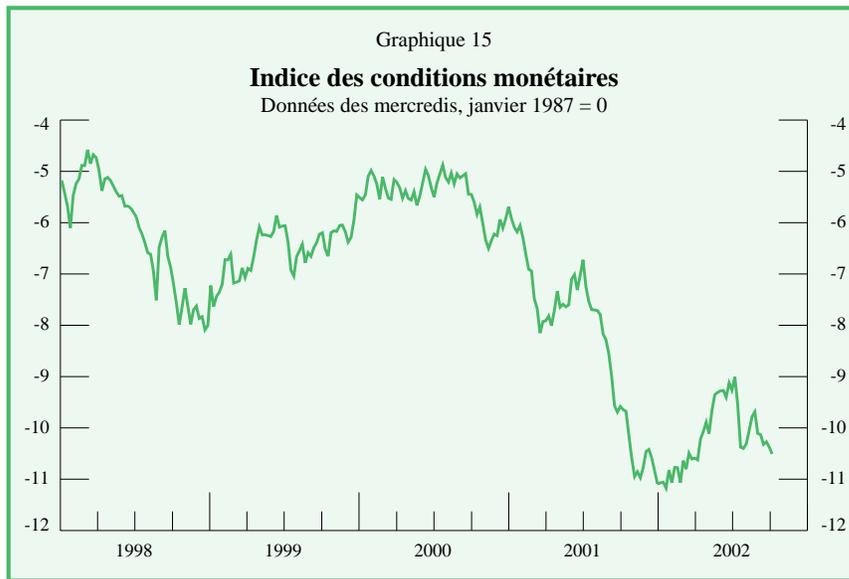
économique se contrebalançait. Toutefois, les inquiétudes entourant les répercussions possibles de l'évolution des marchés financiers sur la croissance économique s'étant accrues au cours de l'été, le FOMC a conclu, à sa réunion d'août, que la résultante des risques penchait dorénavant vers un affaiblissement de l'activité économique.

Ces derniers mois, les attentes en matière de taux d'intérêt incorporées aux contrats à terme se sont ajustées à la baisse aux États-Unis. Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux (qui constituent une indication du taux cible attendu) donnaient à penser que les marchés prévoyaient une hausse des taux directeurs en 2002. Toutefois, leurs niveaux récents incitent à croire que les marchés s'attendent maintenant à ce que les taux restent stables, ou peut-être même diminuent, d'ici la fin de l'année. Les prix des contrats à terme ont également reculé au Canada, mais laissent encore entrevoir une montée possible des taux d'intérêt à court terme avant la fin de l'année.

Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien s'est légèrement replié depuis avril dernier (Graphique 14). Tout au long du printemps, le dollar s'était raffermi à la suite de la publication de statistiques





favorables sur l'économie canadienne, mais la plupart des gains ont été effacés au début de l'été en raison de la volatilité accrue des marchés financiers internationaux et de la force incertaine de la croissance mondiale.

L'indice des conditions monétaires de la Banque se situe à peu près à son niveau d'avril dernier (Graphique 15).

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme moins rapide.

Les événements survenus sur la scène financière pèsent sur le rythme de l'expansion aux États-Unis.

On s'attend à une reprise graduelle de l'activité dans les autres pays.

L'expansion de l'activité économique à l'échelle internationale se poursuit, mais à un rythme un peu inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. Les inquiétudes qu'ont soulevées les récentes tensions géopolitiques ont ajouté à l'incertitude planant sur l'économie mondiale. Les perspectives économiques dont fait état la présente livraison du *Rapport* présupposent que ces tensions n'augmenteront pas sensiblement.

Aux États-Unis, les événements survenus dernièrement du côté des marchés financiers ont ébranlé la confiance des entreprises et des consommateurs, et ils pèsent maintenant sur le rythme de croissance de l'activité économique. Pour contrer cette influence négative, les autorités américaines ont continué d'appliquer une politique monétaire très expansionniste, laissant leurs taux inchangés. Compte tenu de l'orientation des politiques monétaire et budgétaire, on estime qu'au cours du dernier trimestre de 2002 et du premier semestre de 2003, l'avance du PIB réel des États-Unis avoisinera 3 % en moyenne, soit un taux d'accroissement légèrement inférieur à celui de la production potentielle. En supposant que les vents contraires provoqués par l'évolution financière récente se calment au deuxième semestre de 2003, on prévoit que la croissance du PIB réel s'accélérera pour dépasser celle de la production potentielle. Ainsi, en moyenne annuelle, le taux d'expansion de l'économie américaine devrait s'établir à environ 2 1/2 % en 2002, chiffre conforme aux prévisions du *Rapport* d'avril, mais légèrement plus faible que celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet dernier. On pense que l'activité économique aux États-Unis progressera en 2003 à un rythme de près de 3 1/4 %, soit un peu moins que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet.

La reprise graduelle amorcée dans les autres pays industrialisés devrait également se poursuivre. On s'attend à ce que la croissance des principales économies européennes avoisine 1 % en moyenne annuelle pour 2002, et à ce qu'elle s'accélère pour se situer aux alentours de 2 1/2 % en 2003, ce qui est inférieur à nos prévisions du mois d'avril. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles continuera de peser sur l'expansion économique pendant un certain temps, et l'on prévoit une contraction de quelque 1 % pour 2002 et une progression d'à peine 1/2 % environ pour 2003.

Les perspectives de croissance d'un certain nombre de pays à marché émergent se sont améliorées, en particulier dans le Sud-Est asiatique. En Amérique latine, toutefois, l'activité demeure anémique.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter d'ici la fin de 2003, à la faveur de la poursuite de la reprise économique à l'échelle mondiale. Bien que l'on ne s'attende qu'à peu de changement dans les prix des produits énergétiques au cours des prochains mois, la possibilité d'une escalade des tensions au Proche-Orient rend ces prévisions, et particulièrement celles concernant le pétrole brut, exceptionnellement incertaines.

La demande et l'offre globales au Canada

On s'attend à ce que l'expansion de l'activité économique au Canada ralentisse quelque peu au dernier trimestre de cette année et au premier semestre de 2003. Son rythme au cours de cette période de trois trimestres devrait être légèrement inférieur, en moyenne, à celui de la production potentielle, évalué à 3 %, et donc un peu moins élevé que le taux projeté dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. Plusieurs facteurs expliquent cette modification des perspectives.

L'économie mondiale se relève, certes, mais pas aussi rapidement qu'on l'avait d'abord cru. Fait plus important encore pour le Canada, l'activité aux États-Unis est un peu plus faible qu'on ne le prévoyait il y a six mois, et les perspectives de croissance de l'économie de ce pays ont été revues légèrement à la baisse. La progression projetée du volume des exportations canadiennes vers les États-Unis devrait donc être plus modérée.

La relance des investissements en capital fixe devrait également être un peu plus faible qu'on ne l'avait d'abord prévu. L'aggravation de l'incertitude liée aux tensions géopolitiques sur la scène mondiale et la résolution des problèmes en matière de divulgation de l'information financière et de gouvernance qu'éprouvent les entreprises obligeront probablement certaines d'entre elles à retarder des projets d'investissement de grande ampleur. On s'attend également à ce que les hausses du coût du capital entraînées par le recul et la volatilité des marchés boursiers et par l'augmentation des primes de risque dont sont assortis les prêts aux entreprises freinent les investissements de ces dernières, qui seraient ainsi inférieurs aux projections antérieures. Néanmoins, l'économie canadienne tournant presque aux limites de sa capacité, on estime que les investissements en machines et matériel seront substantiels. En outre, les dépenses en capital dans les secteurs pétrolier et gazier devraient se raffermir si les prix du

Au cours des trois prochains trimestres, le taux de croissance de l'activité au Canada sera un peu moindre que celui de la production potentielle, évalué à 3 %.

pétrole brut et du gaz naturel demeurent aux niveaux élevés observés dernièrement, ou les dépassent.

On croit toujours que les dépenses des ménages continueront de croître à un bon rythme jusqu'à la fin de 2003, malgré un ralentissement probable des achats de logements et d'articles connexes par rapport aux hauts niveaux atteints récemment. Étant donné que l'économie américaine devrait reprendre de la vigueur en 2003, et la conjoncture financière mondiale, s'améliorer, on prévoit que le volume des exportations et les investissements s'inscriront en hausse dans la deuxième moitié de l'an prochain, ce qui devrait faire passer le rythme d'expansion du PIB au-dessus de celui de la production potentielle au deuxième semestre de la même année.

Selon ce scénario, la croissance du PIB réel en moyenne annuelle avoisinerait 3 1/2 % en 2002 et s'établirait entre 2 3/4 et 3 3/4 % en 2003. Le point médian de cette plage est légèrement inférieur à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

On peut déduire du profil d'évolution projeté, qui tient compte d'une réduction de la détente monétaire opérée en temps opportun et avec mesure, que l'économie canadienne continuera de fonctionner près des limites de sa capacité. En raison de la modeste révision à la baisse des perspectives de croissance d'ici au milieu de 2003, la Banque est d'avis qu'il subsistera à court terme une légère offre excédentaire, qui sera résorbée lorsque la croissance de la production dépassera celle de la capacité de l'économie au second semestre de 2003. Mais comme l'on estime que l'écart de production demeurera faible, les estimations sur la marge de capacités inutilisées devront être soigneusement réévaluées selon la tournure des événements.

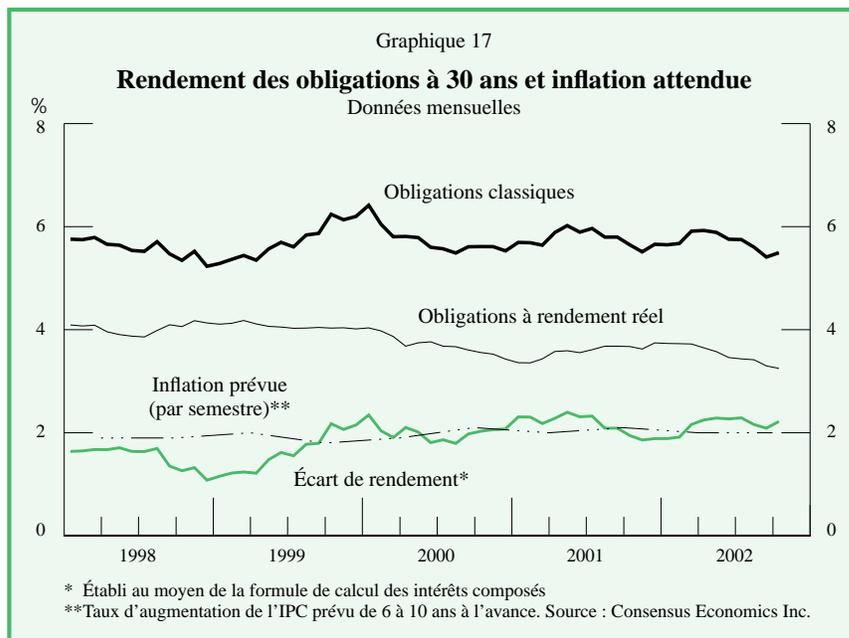
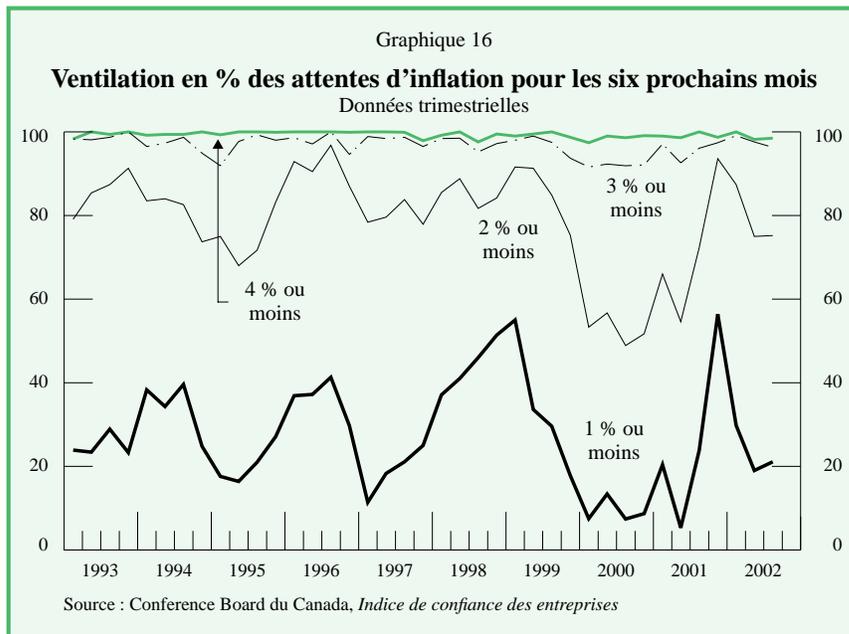
La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés cet automne révèlent que 21 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 1 % ou moins, et 75 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). Bien que les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que les prévisions du secteur privé concernant le taux d'augmentation de l'IPC global indiquent que le taux d'inflation attendu à court terme se situe dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque, les taux prévus pour 2004 et les années suivantes restent généralement très voisins de 2 % (Graphique 17).

Puis, au second semestre de 2003, l'expansion de l'économie canadienne devrait dépasser celle de son potentiel.

La faible marge de capacités excédentaires observée actuellement devrait être absorbée, au second semestre de 2003, lorsque la production croîtra plus rapidement que la capacité.

Les attentes relatives au taux d'inflation à long terme sont bien ancrées autour de 2 %.



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence continuera de subir l'influence de certains facteurs ponctuels jusqu'au second semestre de 2003.

Un certain nombre de facteurs spéciaux, de nature ponctuelle, continueront d'influer sur les prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'au deuxième semestre de 2003. Les répercussions des fortes hausses récentes des primes d'assurance devraient se faire sentir encore quelque temps, et ne s'atténuer que progressivement au cours de 2003. Les pressions exercées par la dépréciation passée du dollar canadien devraient également s'estomper l'an prochain compte tenu de la stabilisation récente des prix des biens de consommation importés.

Les variations à court terme du taux d'accroissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence seront aussi grandement influencées par les retombées des événements extraordinaires de septembre 2001. Au lendemain des attentats terroristes aux États-Unis, la perspective d'un ralentissement marqué de l'activité économique a incité les commerçants à offrir des rabais exceptionnels au quatrième trimestre de 2001. Étant donné la vigueur de la reprise au premier trimestre de 2002, l'ampleur de ces rabais s'est nettement amoindrie. Les rabais accordés l'an dernier se traduiront par une montée provisoire, au quatrième trimestre de 2002, du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence. La Banque prévoit qu'ils feront grimper d'environ 0,4 point de pourcentage l'inflation mesurée par cet indice. Cependant, cet effet d'écho devrait avoir disparu à la fin du premier trimestre de 2003.

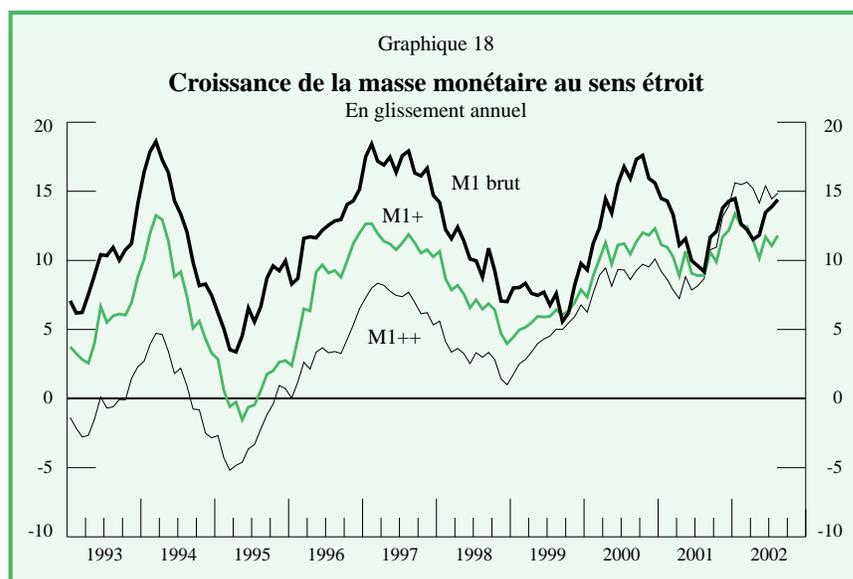
Les augmentations salariales devraient s'accroître.

Comme les conditions du marché du travail continueront vraisemblablement de s'améliorer, on s'attend à ce que les augmentations salariales gagnent en importance vers la fin de 2003. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent qu'une majorité d'entre elles estiment que les hausses salariales s'accroîtront au cours des douze prochains mois. Nous nous attendons à ce que la croissance de la productivité se stabilise autour de 2 %, de sorte que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait remonter vers les 2 % durant l'année 2003.

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

La forte croissance de M1 reflète une accumulation d'encaisses de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers.

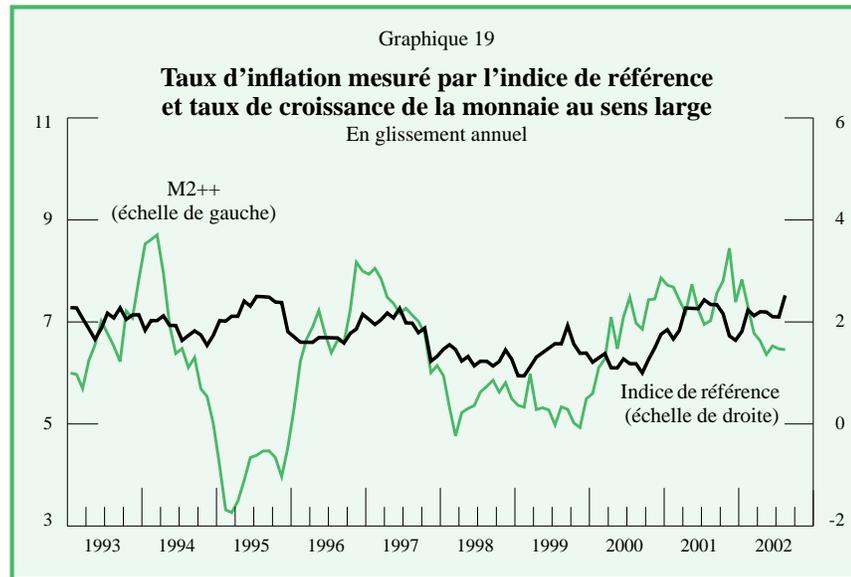
Durant la majeure partie du premier semestre de 2002, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a été inférieur aux sommets atteints à la fin de 2001 (Graphique 18). Cependant, depuis mai, les taux de progression de M1+ et M1++ se sont stabilisés à des niveaux qui sont encore très élevés, alors que celui de M1 s'est réinscrit en hausse. Cette accélé-



ration de l'expansion de M1 a été assez généralisée parmi les ménages et les entreprises et reflète leur désir de détenir davantage de liquidités ou d'encaisses de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers. En outre, elle s'est produite en dépit des hausses qu'ont connues les taux d'intérêt à court terme depuis le début de l'année.

Les retraits nets effectués dans les fonds d'actions en juin, juillet et août, ainsi que le rythme de croissance plus rapide qu'affichent depuis juillet les dépôts à terme fixe (certificats de placement garantis), témoignent de l'intensification de l'incertitude. Dans l'ensemble, la progression de M2++, qui avait décéléré au cours de la première partie de l'année, a été relativement stable ces derniers mois (Graphique 19).

Une croissance soutenue de la masse monétaire au sens étroit laisse habituellement présager une montée de l'inflation. Toutefois, dans la mesure où l'expansion récente tient à l'accumulation d'encaisses de précaution en réaction à l'incertitude ambiante, le rythme rapide qu'elle affiche n'est pas incompatible avec un taux d'inflation futur d'environ 2 %. Au cours des prochains mois, il est probable que les ménages et les entreprises rééquilibreront leurs portefeuilles, ce qui aura pour effet de ramener la progression de la monnaie au sens étroit à des niveaux plus modérés. Cependant, il subsiste un risque que les pressions inflationnistes s'accroissent si les encaisses liquides devaient être consacrées à l'achat de biens et de services plutôt qu'à l'acquisition d'autres actifs financiers.



Les prévisions relatives à l'inflation

Bien que l'on prévoie, à court terme, une hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence due à plusieurs facteurs ponctuels...

Étant donné que l'économie canadienne fonctionne actuellement près des limites de sa capacité et que la Banque s'attend à ce que la croissance de la production effective avoisine celle de la production potentielle, les pressions exercées sur les capacités ne devraient pas se répercuter de façon sensible, à la hausse ou à la baisse, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Celle-ci pourrait néanmoins augmenter à court terme en raison d'une combinaison de facteurs ponctuels.

L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au quatrième trimestre de 2001 devrait pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Nous prévoyons que la vive montée des primes d'assurance maintiendra le taux de variation sur douze mois de l'indice de référence à un niveau élevé jusqu'au deuxième semestre de 2003. De plus, durant les prochains trimestres, les effets de la sécheresse dans l'Ouest canadien et ailleurs pourraient se traduire par des majorations de prix dans certaines composantes « alimentation » de cet indice.

... celle-ci devrait redescendre pour s'établir aux environs de 2 % au deuxième semestre de 2003.

La Banque s'attend à ce que l'incidence globale de ces facteurs ponctuels culmine au quatrième trimestre de 2002, faisant grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence à 3 % environ d'ici la fin de l'année. Cette incidence devrait s'atténuer tout au long de l'an prochain, de sorte que le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait redescendre autour de la cible de 2 % au second semestre de 2003. Si, comme nous le prévoyons, la demande au sein de l'économie correspond en gros à l'offre, l'inflation mesurée

par l'indice de référence se maintiendra probablement aux alentours de 2 %.

L'évolution sur douze mois de l'IPC global dépendra dans une large mesure du comportement des cours du pétrole, lesquels sont particulièrement difficiles à prévoir en raison des tensions géopolitiques actuelles. Si la prime de risque comprise dans les prix actuels s'amenuise et que les cours du pétrole se situent en moyenne à 25 \$ É.-U. le baril durant les prochains mois, le taux d'accroissement de l'IPC global pourrait grimper pour plafonner à près de 3,5 % à la fin de 2002. Mais si les prix moyens se maintiennent autour des niveaux élevés enregistrés récemment, soit quelque 30 \$ É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait avoisiner 4 % d'ici la fin de l'année.

En 2003, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait fléchir pour se rapprocher de celui de l'indice de référence. Le rythme de ce repli sera fonction de l'évolution des cours du pétrole.

Comme l'a montré l'expérience récente, les variations temporaires des cours du pétrole ont des retombées relativement faibles sur les prix des autres biens et des services. Ainsi, bien que le comportement à court terme des cours du pétrole puisse avoir une influence marquée sur l'évolution de l'IPC global, leurs fluctuations devraient avoir peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

L'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global dépendra dans une large mesure du comportement des cours du pétrole.

5. CONCLUSIONS

L'économie canadienne a connu une croissance robuste en 2002 et fonctionne maintenant près des limites de sa capacité. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global ont dépassé la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % que vise la Banque. Comme on l'explique dans la présente livraison du *Rapport*, la hausse récente de l'inflation et celle qui est prévue à court terme tiennent dans une large mesure à l'évolution de prix relatifs, en l'occurrence les primes d'assurance, les prix de l'énergie et les taxes sur le tabac. Du point de vue de la politique monétaire, il importe que ces effets n'alimentent pas une montée généralisée des prix et des salaires, et qu'ils demeurent ponctuels et limités à certains prix.

Dans ce contexte de raffermissement de l'activité économique, la Banque a commencé, le printemps dernier, à atténuer la forte détente monétaire mise en place en 2001.

Cette détente nourrit l'expansion vigoureuse de la demande intérieure. En même temps, la conjoncture économique mondiale est empreinte d'incertitude et les marchés financiers internationaux sont moins tolérants à l'égard du risque. Cette incertitude et la détérioration des perspectives à l'échelle mondiale sont de nature à limiter à court terme la croissance de la demande globale de produits canadiens. La Banque a donc décidé, le 4 septembre et le 16 octobre, de laisser le taux cible du financement à un jour inchangé.

Pour l'avenir, la Banque demeure d'avis que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires à l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution économique, financière et géopolitique et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au pays.

Deux risques devront être surveillés de près au cours des mois à venir. D'une part, ce qui se passera à l'étranger sur les scènes économique, financière et géopolitique pourrait avoir sur l'activité au Canada un effet modérateur plus persistant qu'on ne le suppose dans ces pages. D'autre part, comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité et que l'on prévoit que le rythme d'accroissement des prix continuera d'augmenter pendant quelques mois, les tendances de l'inflation et les attentes relatives à cette dernière devront être suivies de près et comparées attentivement à la projection selon laquelle l'inflation mesurée par l'indice de référence reviendra à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

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.
- Butler, L. (1996). *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM), Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*, Rapport technique n° 77, Ottawa, Banque du Canada.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conference Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- _____ (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).
- Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

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

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