

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— **Avril 2003** —

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



# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Introduction</b> .....	5
Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible? .....	6
<b>2. L'évolution récente de l'inflation</b> .....	7
L'inflation et la cible de 2 % .....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation ....	10
<b>3. L'évolution financière</b> .....	15
Le crédit aux entreprises et aux ménages ..	15
Les mesures de politique monétaire .....	17
Le taux de change et les conditions monétaires .....	19
<b>4. Les perspectives en matière d'inflation</b> .....	21
La conjoncture internationale .....	21
La demande et l'offre globales au Canada ...	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation .....	25
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation .....	27
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation .....	27
Les prévisions relatives à l'inflation .....	29
<b>5. Conclusions</b> .....	31
<b>Bibliographie</b> .....	32
<b>Encadrés</b>	
1. Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages .....	18
2. Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique .....	24

Nous demeurons convaincus au Canada des mérites [...] d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à moyen terme, d'une politique budgétaire visant la réduction du ratio de la dette publique au PIB, de la libéralisation des échanges commerciaux et d'une réforme [...] des structures. Les résultats positifs enregistrés par le Canada ces deux dernières années, lesquelles ont été difficiles pour l'économie mondiale, montrent bien que ce cadre est le bon. Au Canada, nous sommes déterminés à continuer d'appliquer ces principes, qui, particulièrement en cette période d'incertitude, confirment leur valeur.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada  
18 mars 2003*

## 1. INTRODUCTION

Depuis quelque temps, les perspectives économiques mondiales sont assombries par une grande incertitude, que la guerre en Iraq a accentuée tout récemment. Cette incertitude explique une bonne partie de la forte volatilité qu'ont connue dernièrement les cours mondiaux du pétrole et les marchés financiers. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont partiellement atténuées ces derniers temps et, dans son scénario de référence, la Banque du Canada postule qu'elles continueront de se dissiper. En conséquence, la confiance des entreprises, des ménages et des marchés financiers devrait se raffermir considérablement d'ici la fin de l'année. Mais il reste que l'incertitude planant sur l'économie mondiale demeure importante, particulièrement à court terme. La Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis et au Canada commencera à augmenter vers la fin de 2003 et qu'il dépassera le taux d'accroissement de la production potentielle durant 2004. Comme la marge de capacités excédentaires est plus grande aux États-Unis qu'au Canada, il y a davantage place à une croissance de l'économie supérieure à celle du potentiel dans ce pays que chez nous.

Notre scénario s'accompagne toutefois d'un large éventail de résultats possibles, qui pourraient s'avérer supérieurs ou inférieurs à nos prévisions. L'évolution de la confiance des entreprises et des ménages ainsi que de l'incertitude économique à l'échelle mondiale auront une influence déterminante à cet égard. C'est pourquoi la Banque suivra ces deux facteurs de près au cours des prochains mois. Quoi qu'il en soit, ce qui importe le plus en ces temps incertains est que la Banque s'attache avec constance à prendre les mesures appropriées qui auront pour effet cumulatif de ramener le taux d'augmentation des prix à 2 %, sa cible de maîtrise de l'inflation.

La présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* contient un examen des facteurs qui devraient faire redescendre l'inflation mesurée par l'indice de référence à 2 % d'ici le début de l'an prochain.

\* \* \*

Au moment de reconduire la cible de maîtrise de l'inflation en mai 2001, la Banque s'est engagée à expliquer les écarts persistants entre l'inflation observée et la cible poursuivie. Cette explication se trouve dans l'encadré de la page suivante.

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

***Les perspectives économiques mondiales sont assombries par une grande incertitude.***

***La Banque s'attache avec constance à prendre les mesures appropriées pour ramener l'inflation à sa cible de 2 %.***

### Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible?

L'inflation mesurée par l'IPC global est passée de 2,1 % en juillet 2002 à 4,6 % en février 2003 et se situe en dehors de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation depuis octobre dernier. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite en mai 2001<sup>1</sup>, la Banque s'est engagée à expliquer de tels écarts persistants par rapport au point médian de la fourchette. Parmi les facteurs ayant fait augmenter l'inflation depuis six mois, trois ressortent particulièrement : la poussée des prix de l'énergie, les fortes hausses des primes d'assurance et le fait que l'économie tourne près des limites de sa capacité.

Le resserrement des marchés mondiaux de l'énergie et le vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel qui en a résulté par rapport aux creux relatifs observés à la fin de 2001 et au début de 2002 ont entraîné une ascension marquée des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel au Canada depuis le milieu de 2002. Cette remontée est le principal facteur à l'origine de la hausse qu'a enregistrée l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. La tendance des prix de ces produits énergétiques s'est nettement inversée récemment, et les cours des contrats à terme concernant le pétrole brut laissent présager d'autres baisses durant les prochains mois.

Après être restées stables pendant plusieurs années, les primes d'assurance se sont aussi envolées depuis la fin de 2001, en raison de la forte progression du montant des demandes d'indemnité et du faible rendement affiché par les placements financiers de ce secteur ces deux dernières années. De février 2002 à février 2003, les primes d'assurance automobile et d'assurance habitation se sont accrues respectivement de 30 % et de 11 %. Étant donné que les primes d'assurance représentent presque 4 % du panier de l'IPC, leurs variations ont contribué de façon appréciable à l'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. Les primes d'assurance sont également comprises dans l'indice de référence de la Banque. Leurs augmentations ont été plus vives et plus persistantes que prévu, mais l'on croit toujours que l'incidence de ce facteur sur l'IPC s'atténuera au cours de 2003.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production ont également été plus intenses que ce qu'on anticipait. Au lendemain des attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux États-Unis, la Banque est intervenue énergiquement en abaissant le taux cible du financement à un jour de 200 points de base entre septembre 2001 et janvier 2002. Cette mesure vigoureuse visait à soutenir la confiance et à prévenir un ralentissement sérieux de l'activité économique. La confiance s'est toutefois vite rétablie, et la forte détente monétaire mise en place s'est traduite par un essor important de la demande, en particulier pour ce qui est des composantes sensibles aux taux d'intérêt. La reprise s'étant produite bien plus tôt que l'on s'y attendait et avec plus de vigueur que prévu, la Banque a resserré sa politique monétaire entre avril et juillet 2002. Au second semestre de l'année, la demande a faibli à l'étranger, mais elle est restée robuste au pays, et l'économie a continué de tourner près des limites de sa capacité. Le niveau élevé de la demande intérieure a poussé certains prix à la hausse, notamment ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs. Devant ce contexte, la Banque a recommencé, en mars 2003, à resserrer sa politique.

Dans le présent rapport, la Banque examine les facteurs qui devraient ramener le taux d'inflation à sa cible de 2 % d'ici le début de 2004.

1. Cf. Banque du Canada (2001), p. 7

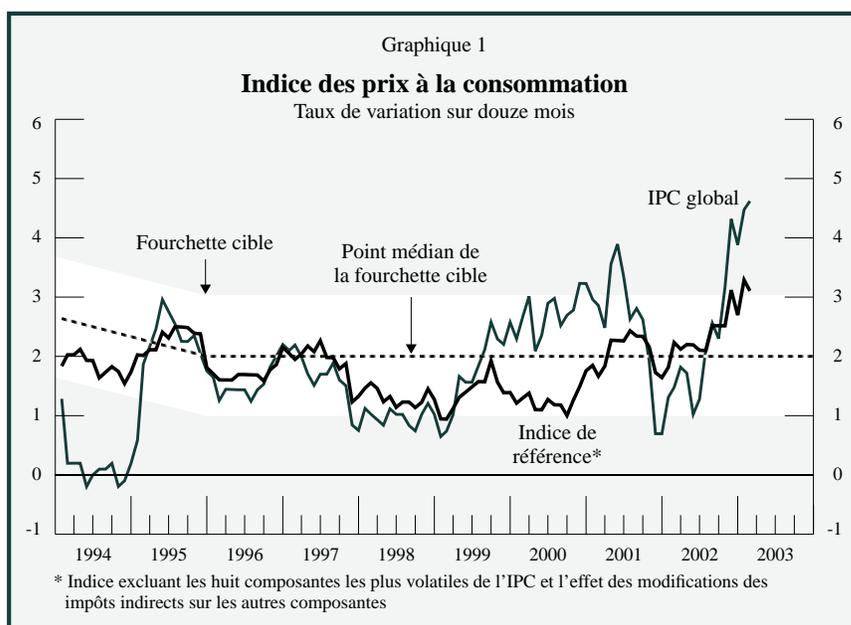
## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté de façon marquée, sous l'impulsion surtout de l'escalade des cours du pétrole brut.

### L'inflation et la cible de 2 %

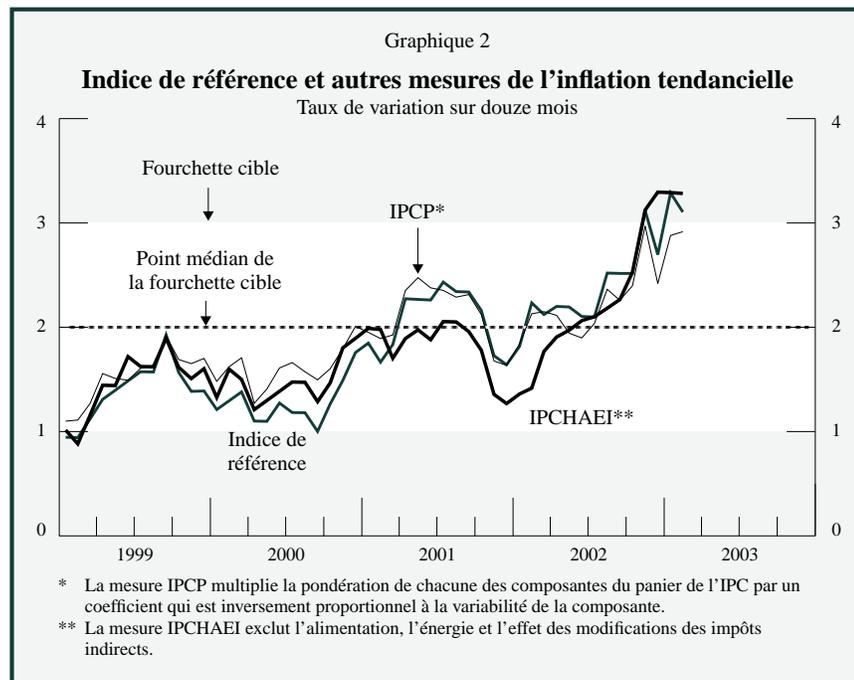
L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1)<sup>1</sup>. D'août à octobre 2002, le taux d'accroissement sur 12 mois de cet indice s'était maintenu à 2,5 %. Depuis novembre, il s'est établi en moyenne juste au-dessus de 3 % et se situait à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont également augmenté et, en février, leur niveau était proche de celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

*Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque...*



La forte hausse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels,

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



au relèvement du coût d'intrants clés et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels est la très vive montée des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation, qui a fait augmenter considérablement l'inflation; l'ascension de ces primes compte en effet pour environ 1,3 point de pourcentage du taux d'accroissement sur 12 mois de l'indice de référence enregistré en février. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux.

Toutefois, ce qui compte le plus du point de vue de la politique monétaire, ce sont les signes indiquant que la vigueur de la demande intérieure dans certains secteurs est source de tensions sur la capacité de production. Ces tensions ont notamment donné lieu à des hausses prononcées des prix du logement et de certains services. L'opinion selon laquelle l'économie fonctionne près des limites de sa capacité est étayée par le fait que, même si nous retranchons de notre mesure de référence les relèvements des primes d'assurance, le taux d'inflation ainsi calculé se situe à environ 2 %<sup>2</sup>.

2. La hausse soudaine des primes d'assurance survient après plusieurs années où les rendements exceptionnels des placements financiers ont aidé à couvrir l'augmentation des demandes d'indemnité et à éviter un relèvement des primes. Si les rendements en question avaient été plus faibles, les primes auraient très probablement amorcé leur ascension plus tôt et, en conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence pour la période concernée aurait été supérieure à ce qu'elle a été. Dans ce cas, le taux d'augmentation de l'indice de référence serait moins élevé à l'heure actuelle qu'il ne l'est, mais il dépasserait encore les mesures dont sont exclues les primes d'assurance. Il s'agit là d'une autre façon de corriger les données récentes sur l'inflation de la hausse des primes d'assurance afin de mieux évaluer l'inflation sous-jacente.

L'effet d'écho des rabais temporaires consentis dans la foulée des événements du 11 septembre 2001 ne se répercute plus sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Si cet effet a contribué à l'augmentation sur 12 mois de cette mesure au quatrième trimestre de 2002, en février 2003, son influence s'était dissipée. Le rétablissement d'un marché de l'électricité réglementé en Ontario a permis de stabiliser les prix à la consommation de ce service public, quoique ceux-ci aient diminué le mois où des remboursements ont été accordés aux usagers de la province<sup>3</sup>.

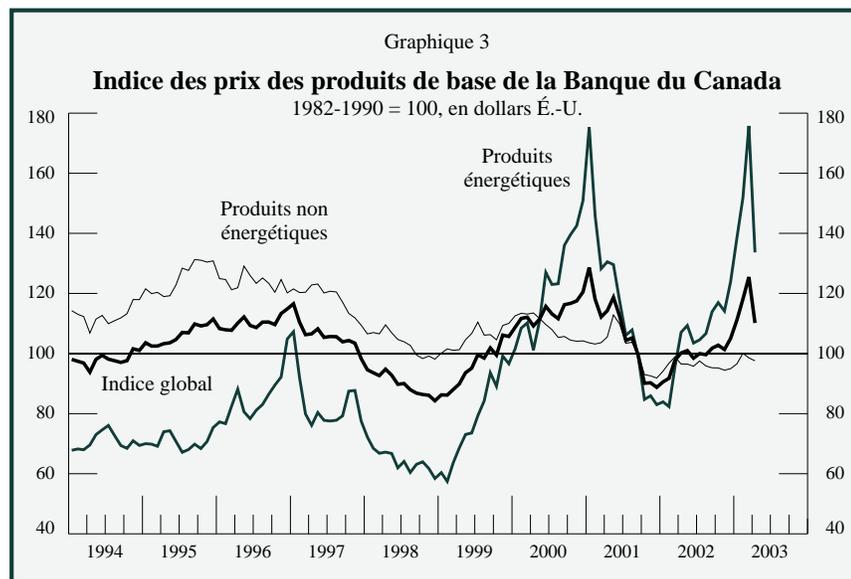
Le taux d'augmentation sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 4,6 % en février, soit deux points de pourcentage de plus qu'en août. Cette vive poussée par rapport au taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie à la majoration substantielle des prix à la consommation de l'essence et du mazout. Les craintes persistantes d'une interruption des approvisionnements au Proche-Orient sont venues s'ajouter aux perturbations récentes des exportations de pétrole du Venezuela et à la chute consécutive des réserves américaines de pétrole, provoquant un autre renchérissement marqué du pétrole brut, qui a pris fin à la mi-mars. À ce moment, l'atténuation de la menace d'une longue interruption de la production de pétrole iraquien a entraîné un repli des cours du brut. La hausse des prix à la consommation du gaz naturel, qui reflète à la fois celle des frais de transport et le renforcement de la demande liée aux froids inhabituels enregistrés en Amérique du Nord, a également contribué au bond récent de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont aussi augmenté depuis l'automne dernier (Graphique 3). La vigueur de la demande en Chine a favorisé un relèvement des prix des métaux communs, tandis que les prix du bétail et de la pâte se sont redressés face à la contraction de l'offre. La dépréciation que le dollar américain a connue ces derniers temps vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies a également concouru à la montée des prix en dollars É.-U. des produits de base<sup>4</sup>.

***... et le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté considérablement par rapport à celui de l'indice de référence.***

3. Un deuxième remboursement est prévu, ce qui devrait faire baisser les prix de l'électricité en Ontario au deuxième trimestre et pourrait occasionner un recul temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

4. Les produits de base sont généralement facturés en dollars É.-U. Ainsi, une dépréciation de la monnaie américaine fait diminuer leurs prix en d'autres devises, ce qui stimule la demande de produits de base et exerce des pressions à la hausse sur leurs prix en dollars É.-U.



## Les facteurs qui influent sur l'inflation

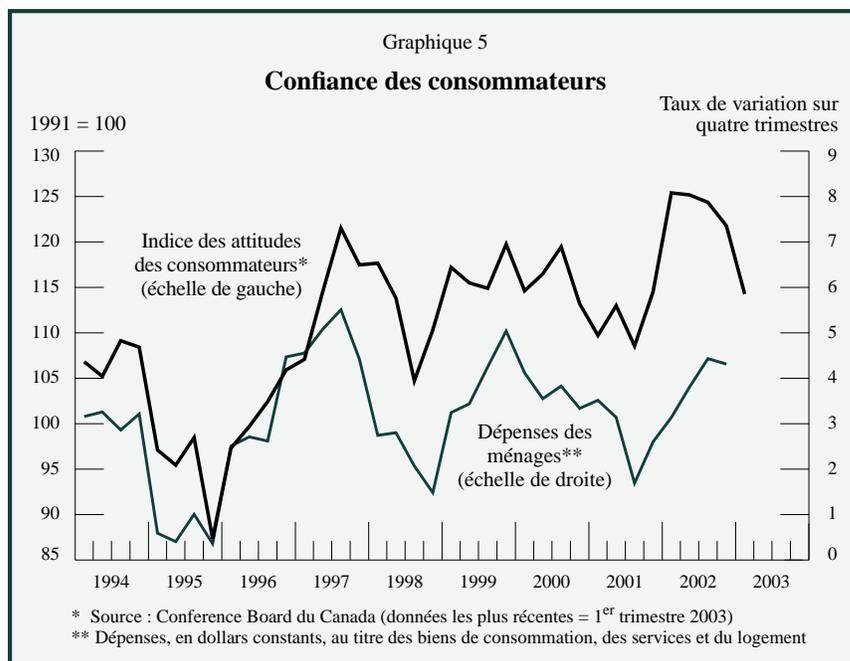
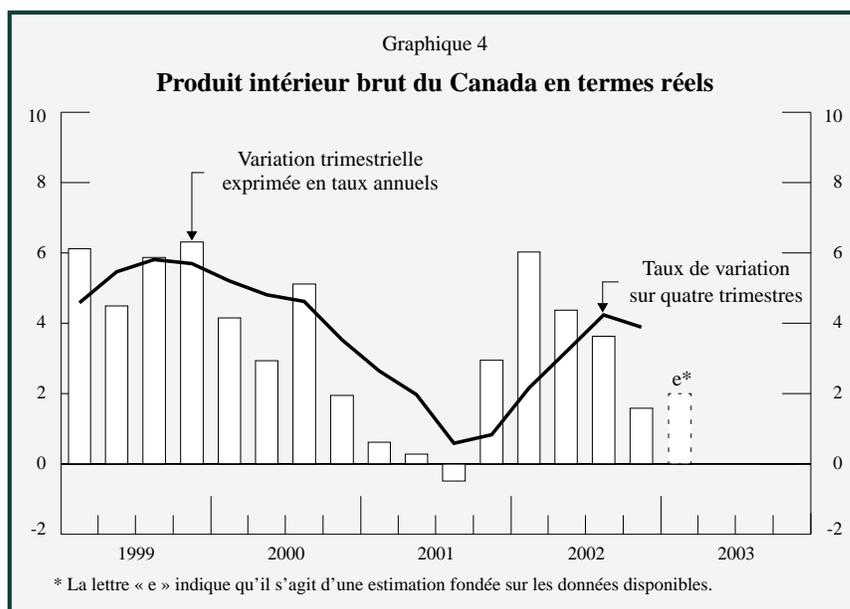
### La demande globale

*Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a diminué au second semestre de 2002 pour s'établir un peu en dessous de celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 %.*

*Les exportations canadiennes ont accusé un recul vers la fin de 2002, après avoir affiché de solides gains plus tôt durant l'année.*

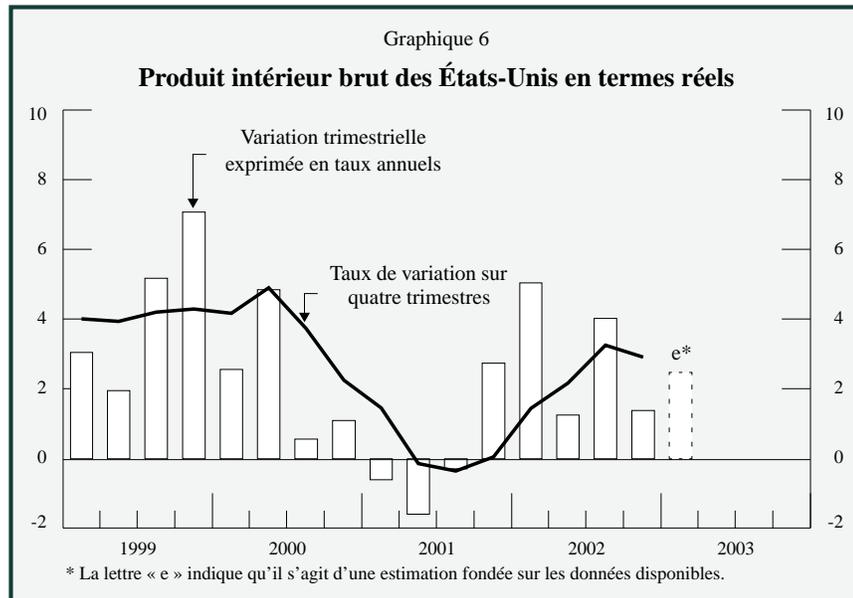
Au deuxième semestre de 2002 et durant les premiers mois de 2003, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence rapide observée antérieurement. Après avoir atteint 5,2 % en rythme annuel au premier semestre de 2002, le taux de croissance du PIB réel est redescendu à 2,6 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui est légèrement inférieur à celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 % (Graphique 4). Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi donnent à penser que le PIB réel a progressé d'environ 2 % au premier trimestre de 2003.

Les exportations canadiennes, qui avaient connu une remontée substantielle au cours des neuf premiers mois de 2002, ont reculé au quatrième trimestre et au début de 2003 sous l'effet de la baisse de régime de l'économie américaine. La contribution de l'accumulation des stocks à la croissance du PIB réel s'est grandement atténuée au deuxième semestre, et l'incertitude accrue qui pesait sur les perspectives économiques a entraîné de modestes réductions des investissements des entreprises vers la fin de l'année. Parallèlement, la forte détente monétaire créée par les bas taux d'intérêt ainsi que les gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels ont favorisé la poursuite de l'essor de la dépense des ménages au second semestre de l'année dernière et au premier trimestre de 2003 (Graphique 5).



La demande dans les pays d'outre-mer et aux États-Unis s'est avérée plus faible qu'on ne l'avait projeté. Le ralentissement marqué que l'économie des États-Unis a subi au dernier trimestre de 2002, après une expansion robuste au troisième trimestre, est attribuable à un essoufflement de la dépense des ménages et à une vive dégradation de la balance commerciale (Graphique 6). Cependant, les investissements fixes des entreprises ont augmenté pour la première fois en deux ans durant les trois derniers mois de

***Parallèlement, la dépense des ménages a maintenu sa forte progression au second semestre de 2002.***



l'année et devraient avoir continué sur cette voie au premier trimestre de 2003. En outre, malgré le renchérissement du pétrole, la détérioration de la confiance des ménages et le mauvais temps qui a sévi en février dans la partie nord-est du pays, on estime que la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis s'est raffermie quelque peu au premier trimestre de cette année.

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

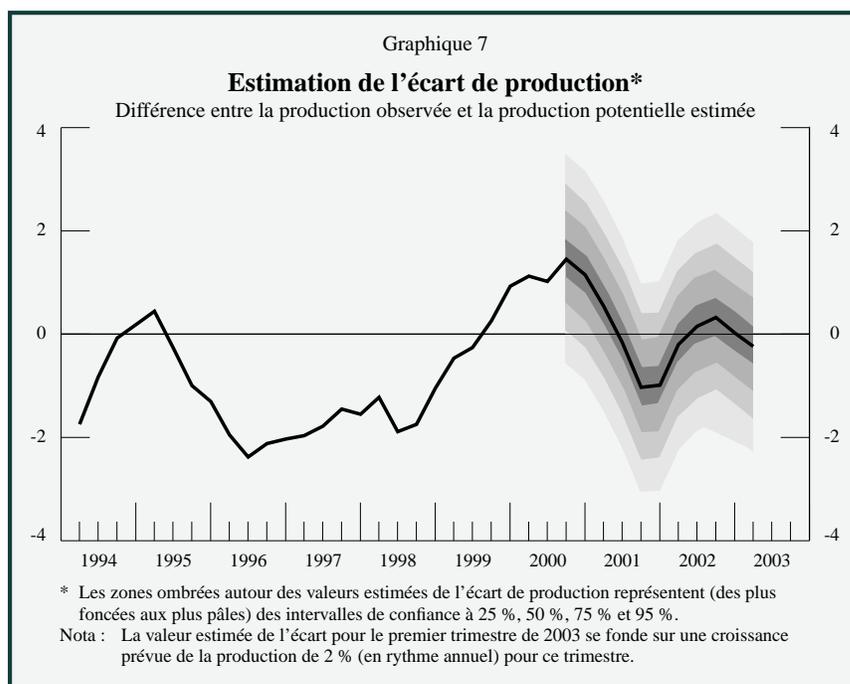
***Le niveau de l'activité au Canada est demeuré près des limites de la capacité de production de l'économie depuis le début de 2002.***

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, l'économie fonctionnerait très près des limites de sa capacité (Graphique 7).

Plusieurs autres indicateurs confortent cette estimation, notamment la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada, le ratio des bénéficiaires au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque.

Les pressions dont les capacités font l'objet continuent d'être spécialement manifestes sur le marché du logement. Depuis le début de 2002, le faible taux d'inoccupation des unités d'habitation a provoqué un relèvement assez prononcé des prix, tant sur le marché des maisons neuves que sur celui de la revente.

Parallèlement, certains indicateurs du marché du travail donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laisse supposer la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse appréciable que connaît l'emploi depuis le début de 2002 a été satisfaite en



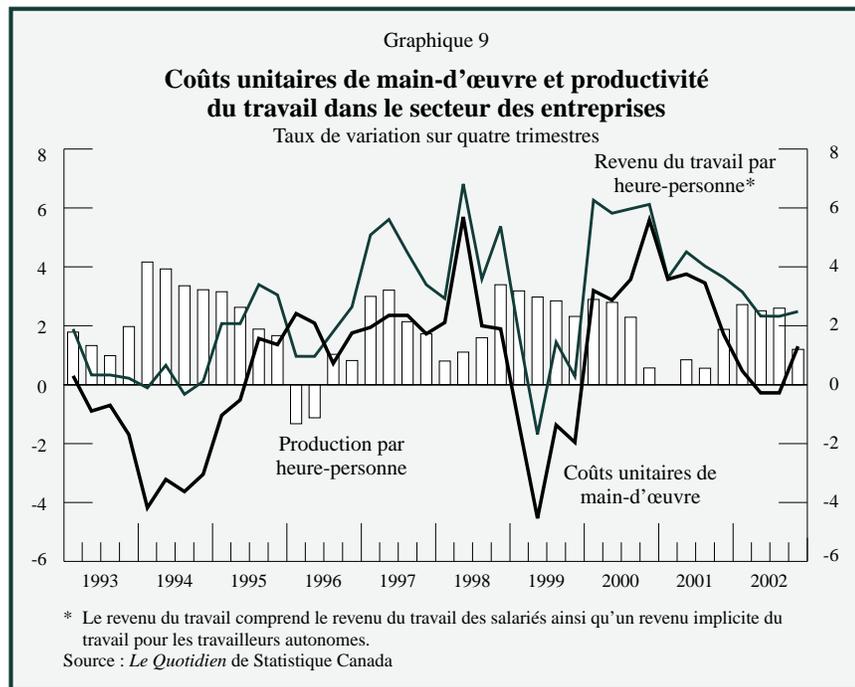
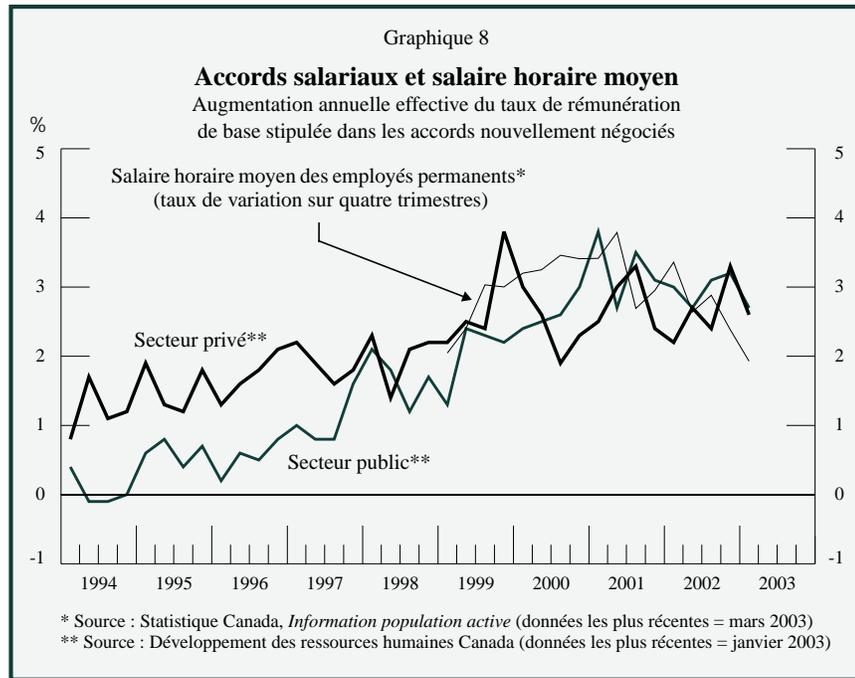
grande partie par un accroissement de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent la forte montée du taux d'activité et l'absence de pressions ascendantes sur les augmentations de salaire.

Dans l'ensemble, les facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que les taux d'inflation plus élevés que prévu portent à croire que l'économie tourne actuellement un peu plus près des limites de sa capacité que la Banque ne le croyait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Qui plus est, la Banque est d'avis que le niveau de l'activité économique au pays se trouve proche de ces limites depuis le début de 2002.

### La maîtrise des coûts

L'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises révèlent toutes deux que le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne aurait diminué à la fin de 2002, pour se situer entre 2,0 et 2,5 % (Graphiques 8 et 9). Le taux d'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises s'est néanmoins inscrit en hausse au quatrième trimestre, sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité observé durant l'année, pour atteindre environ 1,5 % (Graphique 9).

***Sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité du travail, le taux d'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est inscrit en hausse, pour atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année.***

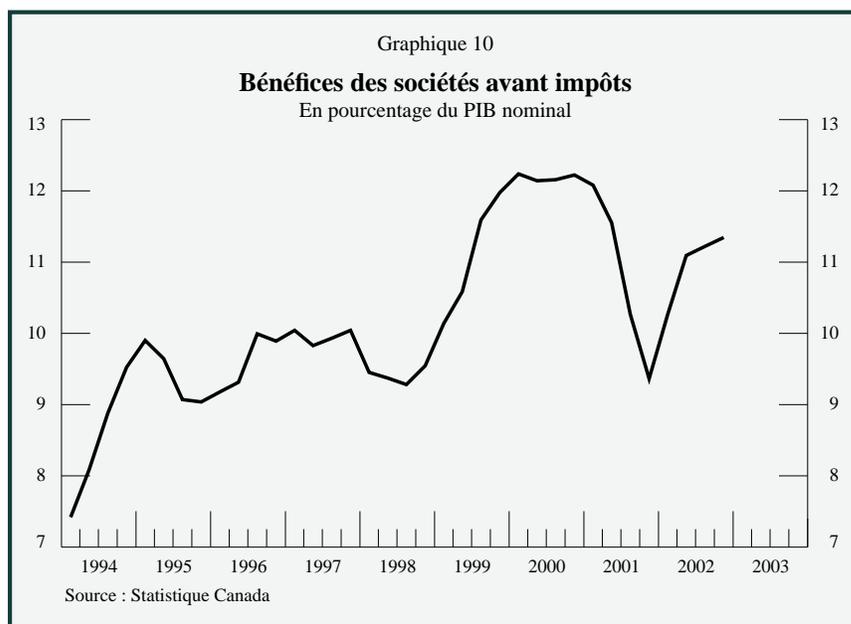


### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

#### Le crédit aux entreprises et aux ménages

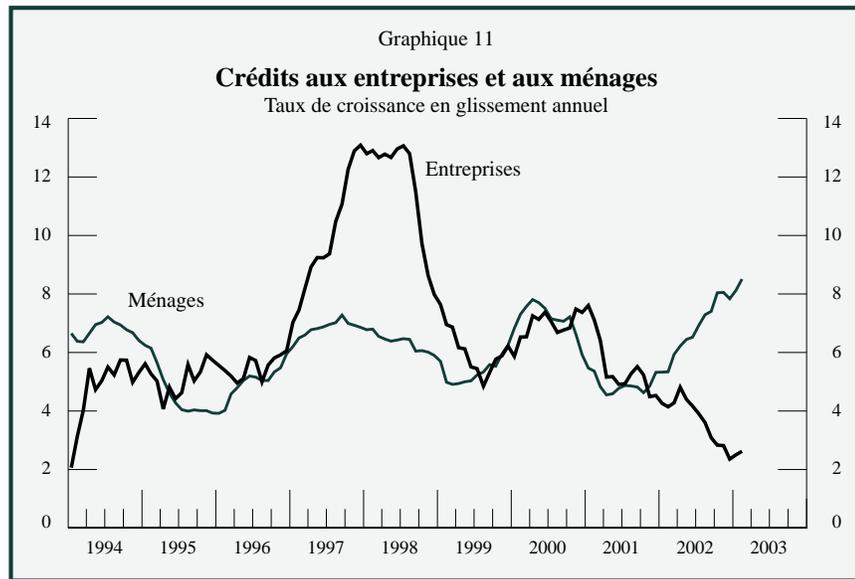
Sous l'effet conjugué des bénéfices élevés des sociétés (Graphique 10) et de la propension de celles-ci à différer certains investissements vu l'incertitude économique et géopolitique, la demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une très lente progression au cours des derniers mois (Graphique 11). Le crédit à long terme aux sociétés s'est accru à un rythme modéré à la faveur de l'émission de parts de fiducies de revenu, tandis que celui à court terme a poursuivi son repli. Quant aux banques, elles demeurent prudentes dans leur octroi de prêts aux entreprises à risque.

*La demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une lente progression...*



Dans la plupart des cas, les écarts entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État se sont rétrécis par rapport au sommet atteint en octobre 2002, bien que l'on ait observé récemment des élargissements attribuables aux inquiétudes propres à certains secteurs (Graphique 12). Les écarts restent toutefois supérieurs à leurs moyennes historiques, surtout en ce qui concerne les titres de moindre qualité.

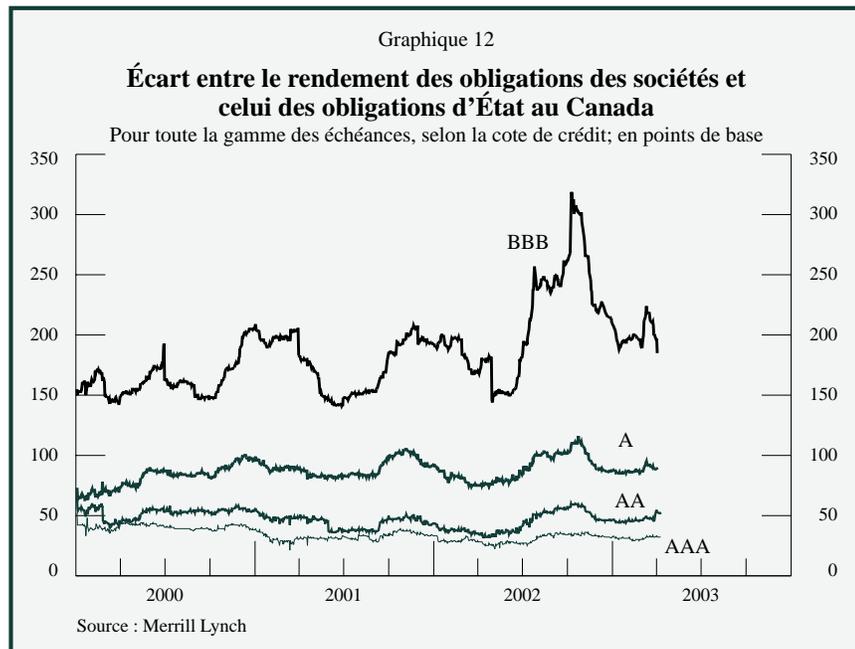
Les cours boursiers se sont redressés après avoir touché un creux en octobre dernier, mais ils sont encore sensibles à l'évolution de la situation géopolitique. La volatilité s'est accentuée sur ces marchés en mars, puis elle s'est atténuée récemment. Le faible volume des



émissions d'actions dénote un manque d'intérêt des investisseurs pour les nouveaux titres et un contexte difficile pour les emprunteurs à risque élevé.

*... alors que le crédit aux ménages continue de connaître une croissance importante.*

L'évolution du crédit aux ménages contraste fortement avec celle du crédit aux entreprises par sa croissance importante, favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur de l'emploi. Même si les ménages augmentent leur endettement, leur situation



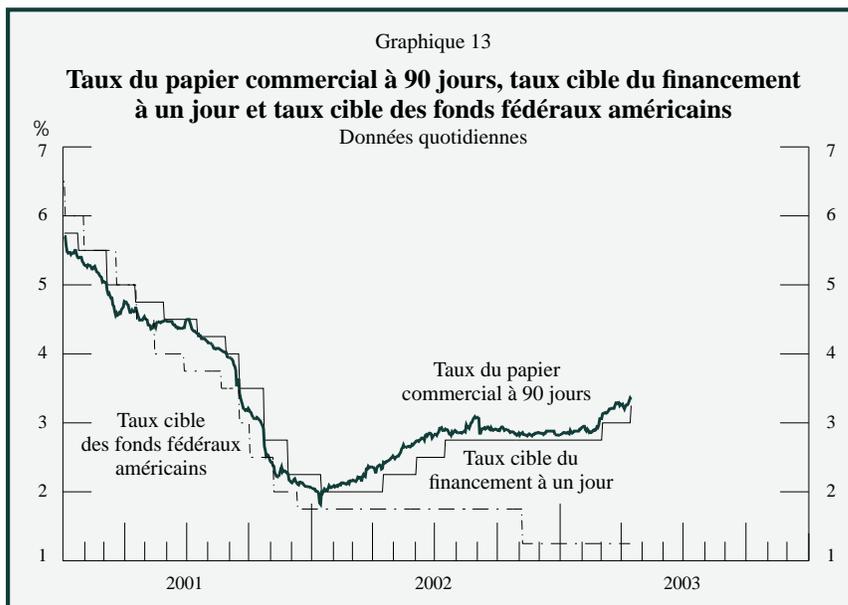
financière demeure saine et ne constitue pas un frein à leur consommation. La hausse de l'endettement a été partiellement contrebalancée par celle des revenus et, grâce aux taux d'intérêt très bas, le ratio du service de la dette demeure modeste par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé. Il semble donc que l'effet de freinage qu'aurait le relèvement des taux d'intérêt sur la consommation ne serait pas considérablement amplifié par la taille ou la composition de la dette des ménages (Encadré 1). De plus, le renchérissement des maisons continue de neutraliser les pertes en capital sur les titres boursiers, contribuant ainsi à la solidité financière des ménages.

### Les mesures de politique monétaire

Aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002, la Banque a décidé de laisser son taux directeur inchangé en raison de l'affaiblissement de l'économie mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique. Même si elle n'a pas modifié le taux directeur en janvier, la Banque a précisé, dans le communiqué publié à cette occasion, qu'elle était d'avis, compte tenu de la hausse plus importante que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par l'IPC global, que l'économie tournait sans doute plus près des limites de sa capacité qu'elle ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, elle a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 3,25 %. Ces décisions ont été prises devant la persistance de taux d'inflation élevés, les prévisions selon lesquelles l'économie canadienne demeurera près des limites de sa capacité et le caractère expansionniste de la politique monétaire (Graphique 13).

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

- 16 octobre — aucune modification
- 3 décembre — aucune modification
- 21 janvier — aucune modification
- 4 mars — haussé de 25 points de base à 3,0 %
- 15 avril — haussé de 25 points de base à 3,25 %



## Encadré 1

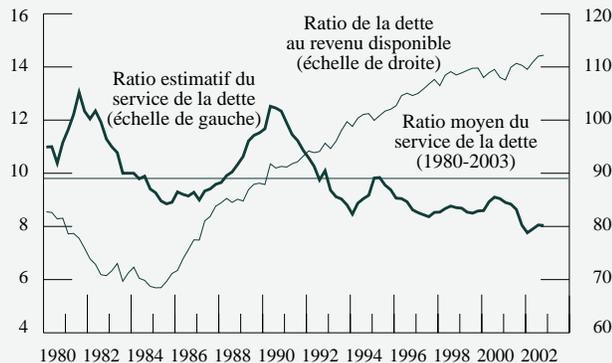
## Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages

Les ménages ont accéléré le rythme de leur endettement durant l'année dernière, en réaction notamment au maintien des taux d'intérêt à de bas niveaux. Depuis le milieu des années 1990, le crédit à la consommation (c.-à-d. les prêts non hypothécaires) s'est accru rapidement — en particulier les lignes de crédit à taux variable, qui sont devenues de plus en plus populaires. Il représente maintenant 31 % de la dette des ménages, contre 25 % en 1994. Le très faible niveau des taux d'intérêt à court terme a aussi permis aux bailleurs de fonds de promouvoir plus activement les prêts hypothécaires à taux variable, et ceux-ci ont gagné en popularité parmi les ménages.

Étant donné l'accroissement de l'endettement et la vogue grandissante des prêts à taux variable, il y a lieu de se demander si une hausse des taux d'intérêt se répercuterait sur les ménages plus fortement et plus rapidement que dans le passé. Un facteur limite néanmoins l'effet de telles augmentations sur le service de la dette : puisque les prêts hypothécaires à taux variable imposent généralement un plafond aux mensualités, les variations de taux influent surtout sur le rythme de remboursement du principal. En outre, une proportion importante des emprunts des ménages continuent d'être contractés à des taux fixes pour une période de 3 à 5 ans.

Une mesure du coût de l'endettement des ménages est la part du revenu disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette. Une hausse du ratio du service de la dette liée à une montée des taux d'intérêt aurait tendance à soustraire des sommes qui auraient été consacrées autrement à la consommation et à réduire l'accès de certains ménages au crédit.

## Fardeau de la dette des ménages

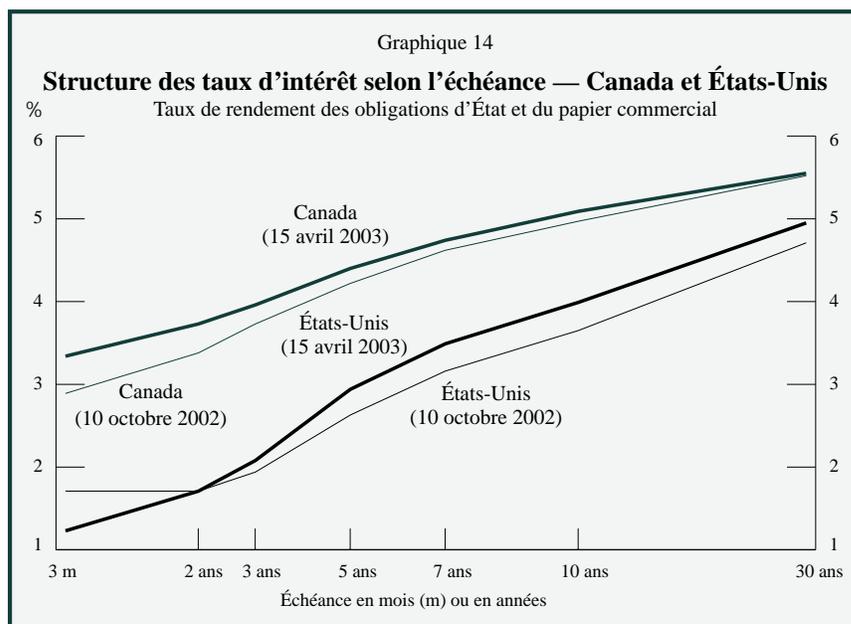


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Le ratio estimatif du service de la dette se situe actuellement à des niveaux historiquement bas parce que l'incidence de la croissance de la dette des ménages a été largement compensée par l'effet conjugué de l'élévation des revenus et du recul des taux d'intérêt (voir le graphique). L'une des raisons en est que le faible niveau des taux des emprunts à taux fixe et à plus long terme a permis une baisse du coût des nouveaux prêts hypothécaires et de leur renouvellement. De plus, les taux à court terme étant de loin inférieurs aux taux à long terme, le recours accru aux emprunts à taux variable a eu tendance à réduire encore davantage le service de la dette. D'autres mesures du ratio du service de la dette, qui englobent le remboursement du principal (estimé à partir de diverses hypothèses concernant l'échéance moyenne de la dette des ménages), sont stationnaires depuis plusieurs années et se situent également bien en deçà des sommets atteints au début des années 1990.

Il est probable que l'emploi plus répandu des prêts à taux variable a accru l'incidence éventuelle des taux d'intérêt à court terme sur les dépenses de consommation. Mais une augmentation des taux d'intérêt n'entraînerait ni une dégradation prononcée de la solvabilité des ménages, vu le bas niveau actuel du ratio du service de la dette, ni une forte baisse de leurs fonds disponibles. Elle ne devrait donc pas amener les ménages à sabrer dans leurs dépenses.

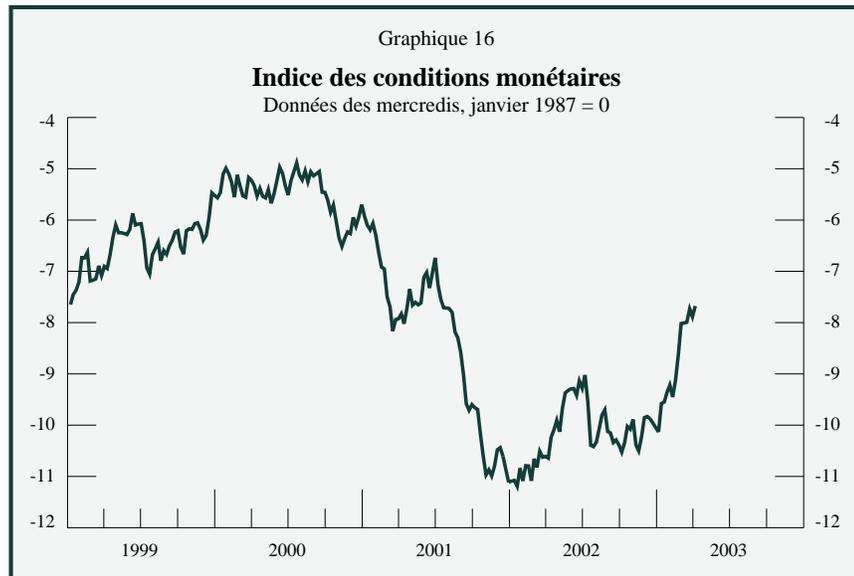
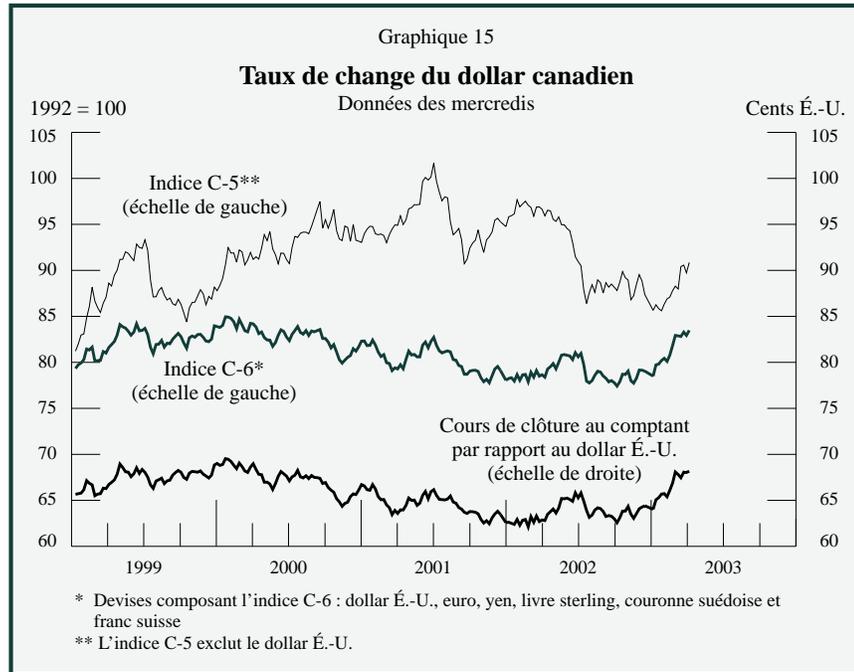
Depuis octobre, la courbe de rendement au Canada a continué de s'aplatir (Graphique 14). Les taux à court terme pratiqués sur les marchés ont grimpé, se faisant l'écho non seulement de la hausse affichée par le taux directeur, mais également des attentes de nouvelles majorations de ce taux. Les taux à moyen et à long terme sont, pour leur part, demeurés relativement stables. Par contraste, la pente de la courbe de rendement aux États-Unis s'est accentuée, le repli des taux d'intérêt américains à court terme indiquant que les marchés s'attendent à une baisse des taux directeurs dans un avenir rapproché.



## Le taux de change et les conditions monétaires

Le dollar canadien se négociait récemment à plus de 68 cents américains, son plus haut niveau en trois ans (Graphique 15). Parmi les facteurs fondamentaux qui le soutiennent vis-à-vis du dollar américain, mentionnons une économie interne robuste, des écarts avantageux en matière de taux d'intérêt et la fermeté des prix des produits de base. Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, il s'est apprécié de 8,2 % en moyenne par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux. Au cours de cette période, le dollar américain s'est beaucoup affaibli vis-à-vis des autres grandes monnaies, notamment l'euro et le franc suisse. Ces monnaies ont profité du mouvement vers les valeurs refuges suscité par le climat d'incertitude qui prédominait.

L'indice des conditions monétaires de la Banque a fortement progressé depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la hausse du taux cible du financement à un jour et de l'appréciation du dollar canadien (Graphique 16).



## 4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

### La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'octobre et dans la *Mise à jour* de janvier. Comme l'incertitude économique demeure un facteur important, la croissance de l'activité à l'échelle mondiale restera probablement faible dans le proche avenir. Mais, grâce à l'atténuation des inquiétudes d'ordre géopolitique, au recul sensible des prix du pétrole et à l'amélioration des conditions financières, les risques auxquels fait face l'économie mondiale sont mieux équilibrés. Pour ce qui est de l'avenir, la Banque estime donc que la croissance se raffermira, en particulier chez nos voisins du sud.

Elle prévoit maintenant que l'économie des États-Unis progressera moins rapidement que la production potentielle de ce pays durant les trois premiers trimestres de 2003. À mesure que la confiance se rétablira, toutefois, l'orientation expansionniste imprimée à la politique monétaire, conjuguée aux baisses d'impôt et à l'augmentation des dépenses au titre de la défense, devrait favoriser une expansion de l'activité supérieure au taux de croissance potentiel de l'économie vers la fin de l'année et tout au long de 2004. On s'attend à ce que les dépenses des ménages et les investissements des entreprises en biens d'équipement s'accroissent au cours de la période considérée. L'avance du PIB réel devrait ainsi s'établir aux environs de 2 1/2 % en moyenne pour l'ensemble de 2003, soit moins que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'octobre et dans la dernière *Mise à jour*. Cependant, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.

Une pareille accélération de la croissance est moins probable dans les autres pays industrialisés, où l'avance de la demande intérieure donne des signes persistants de faiblesse. Dans les pays de la zone euro, l'activité devrait croître d'environ 1 % en moyenne annuelle pour 2003 (soit un taux inférieur à nos prévisions d'octobre), puis monter aux alentours de 2 1/4 % en 2004. Au Japon, les difficultés structurelles continueront de peser sur la croissance pendant un certain temps encore, de sorte que l'économie de ce pays progressera à un rythme d'à peine 1/2 % en 2003 et de près de 1 % l'année suivante.

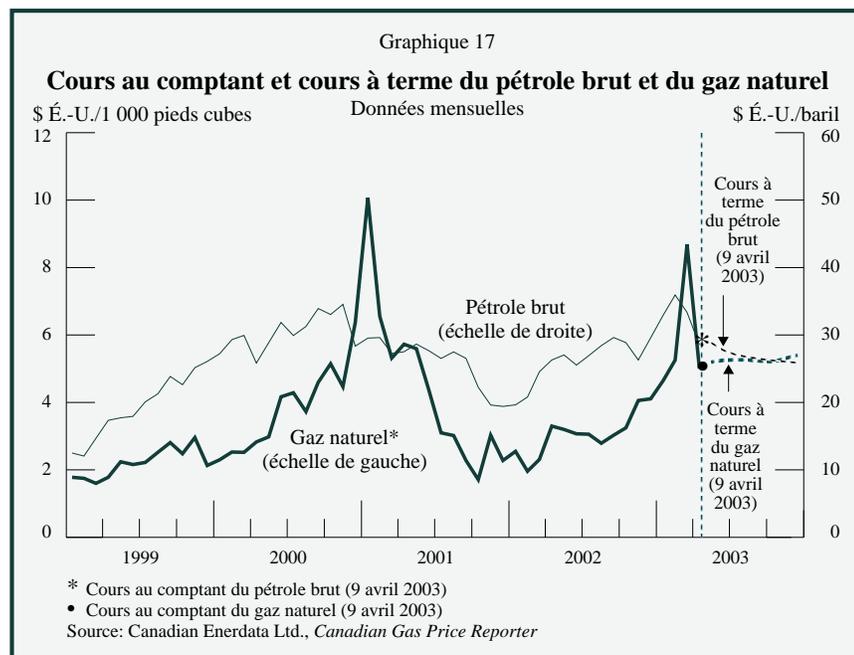
Du fait de l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale, les perspectives de croissance se sont dégradées dans plusieurs économies de marché émergentes. L'expansion économique devrait demeurer vive en Asie par comparaison, même si la pro-

***La croissance économique mondiale sera probablement faible dans le proche avenir, mais les risques sont mieux équilibrés.***

***Aux États-Unis, le rythme d'expansion du PIB s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.***

pagation possible du syndrome de détresse respiratoire aiguë accroît l'incertitude entourant cette projection. En Amérique latine, l'avenir reste peu encourageant.

Sous l'effet de la reprise attendue de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter durant 2004. Les cours du pétrole brut ayant considérablement fléchi depuis la mi-mars, la Banque suppose, dans son scénario de référence, que le prix du brut West Texas Intermediate se situera en moyenne à quelque 28 \$ É.-U. le baril au second trimestre de 2003 et qu'il se repliera par la suite. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient demeurer proches des niveaux élevés qu'ils affichent présentement d'ici à la fin de 2003. Ces prévisions sont généralement conformes aux attentes actuelles du marché (Graphique 17).



## La demande et l'offre globales au Canada

***Même si les indicateurs laissent présager une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada.***

Tandis que les indicateurs annoncent une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada, l'emploi enregistrant de nouveaux gains. Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure et de la reprise de l'activité attendue aux États-Unis vers la fin de 2003, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et maintenir le niveau de production près des limites de la capacité.

On prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera à un rythme de près de 2 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2003. Le récent climat d'incertitude a incité de nombreuses entreprises à reporter leurs investissements en capital, décision dont les effets se feront sentir au cours des prochains mois. De plus, le rythme d'accumulation des stocks ralentira vraisemblablement, étant donné qu'une partie de l'accumulation observée dernièrement semble avoir été involontaire. La progression de la dépense des ménages devrait également décélérer par rapport au rythme vigoureux enregistré en 2002. Bien que modeste, la croissance continue que devrait connaître l'économie des États-Unis au cours des trois premiers trimestres de 2003 aidera certes à soutenir la demande d'exportations, mais cet effet sera tempéré par le redressement du dollar canadien. Par ailleurs, les dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devraient afficher une vive augmentation durant cette période.

L'accroissement de la demande globale au Canada devrait s'accroître considérablement vers la fin de 2003 et tout au long de 2004, et on pense que la reprise attendue de l'économie américaine stimulera les exportations canadiennes. Sous l'impulsion du regain de confiance postulé et d'une nouvelle amélioration des conditions financières, les dépenses d'investissement devraient aussi redémarrer. En outre, il est probable que les activités de forage classique de pétrole et de gaz naturel s'intensifieront fortement en 2003, à la faveur des cours élevés du pétrole brut et du gaz naturel (Encadré 2). La dépense des ménages devrait également connaître une hausse solide, même si le rythme d'accroissement sera ralenti quelque peu par la réduction de la détente monétaire en place.

On s'attend à ce que le taux d'expansion de l'économie se situe autour de 2 1/2 % en moyenne en 2003. Ce chiffre est moins élevé que celui qu'on avançait dans la *Mise à jour* de janvier et que la moyenne des prévisions du secteur privé. Il est aussi en deçà des projections présentées dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout de la dégradation des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer pour 2003.

Au cours de 2004, grâce au raffermissement de la demande, l'économie du Canada devrait croître à un rythme légèrement supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %. Pour ce qui est du niveau de l'activité économique, ce scénario implique que la faible marge de capacités inutilisées qui est susceptible d'apparaître au cours des deux ou trois premiers trimestres de 2003 se sera en grande partie résorbée avant la fin de l'année suivante. La croissance s'établirait ainsi à environ 3 % en moyenne

***Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 1/2 % en 2003...***

***... et dépasser légèrement celui de la production potentielle durant 2004.***

## Encadré 2

**Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique**

Les fortes variations des prix de l'énergie influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). Elles entraînent d'abord une redistribution du revenu réel entre les pays qui importent de l'énergie (tels que les États-Unis) et ceux qui en exportent (comme le Canada). Avec l'essor marqué de notre excédent commercial net au titre des produits énergétiques par rapport au PIB, notre économie est devenue plus vulnérable depuis le début des années 1980 aux hausses et aux baisses du revenu réel dues aux fluctuations des cours de ces produits (on parle en ce cas d'un « effet de revenu réel » ou d'un « effet des termes de l'échange »). En outre, si les producteurs d'énergie croient que les prix resteront à ce niveau élevé, ils seront davantage enclins à accroître leurs investissements. Le renchérissement de l'énergie élève aussi les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et réduit le revenu réel des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs d'énergie. Tout compte fait, l'effet à court terme de cette redistribution sur le niveau global d'activité économique pourrait bien être négatif si les producteurs d'énergie augmentent leurs investissements plus graduellement que les autres entreprises et les ménages ne réduisent leurs dépenses. Comme la plupart des principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets d'énergie, on pourrait s'attendre à ce qu'une progression sensible des cours de l'énergie cause un recul des exportations canadiennes vers ces pays (c'est ce que l'on appelle l'« effet de demande extérieure »). Enfin, une montée importante et durable des prix de l'énergie pourrait accroître l'incertitude de façon appréciable, surtout si cette hausse ne reflète pas simplement un retour de balancier après une période de repli des prix. Les entreprises et les ménages pourraient être préoccupés par les coûts d'exploitation à long terme du matériel énergivore et par les perspectives économiques d'ensemble à court terme et ainsi être tentés de remettre à plus tard certains investissements ou l'achat d'articles coûteux.

Les vives augmentations des cours mondiaux de l'énergie ont eu tendance à freiner le rythme d'expansion de l'économie mondiale, surtout depuis les années 1970. Toutefois, l'incidence des récentes hausses devrait être plus faible que celle qu'avaient eue les chocs pétroliers des années 1970 et du début de la décennie suivante, principalement du fait que l'intensité de la consommation d'énergie dans les économies industrielles a nettement diminué depuis.

Si les cours du pétrole brut West Texas Intermediate demeurent voisins de 28 \$ É.-U. le baril d'ici la fin de 2003, ils dépasseront de quelque 7 % (2 \$ É.-U.) leur niveau moyen de 2002. De même, si ceux du gaz naturel se stabilisent aux alentours de 5 \$ É.-U. le millier de pieds cubes durant le reste de l'année, ils excéderont de presque 65 % leur niveau de 2002. De telles hausses de prix se solderaient par un accroissement d'un peu plus de 1 % du revenu réel du Canada. D'après les estimations du FMI et de l'OCDE, ce même scénario impliquerait aussi une réduction d'environ 0,1 % du PIB réel américain au bout d'un an. L'incidence nette de ces deux effets de revenu réel et de demande extérieure sur le PIB réel du Canada pourrait n'être qu'une très faible augmentation d'à peu près 0,3 %<sup>1</sup>, encore que cette estimation soit entourée d'une large marge d'incertitude.

1. Pour en savoir davantage sur l'évaluation de l'incidence d'une modification des cours de l'énergie sur le PIB réel du Canada, voir Stuber (2001). L'estimation présentée ci-dessus ne tient pas compte de l'effet à court terme d'une accentuation de l'incertitude sur l'activité économique.

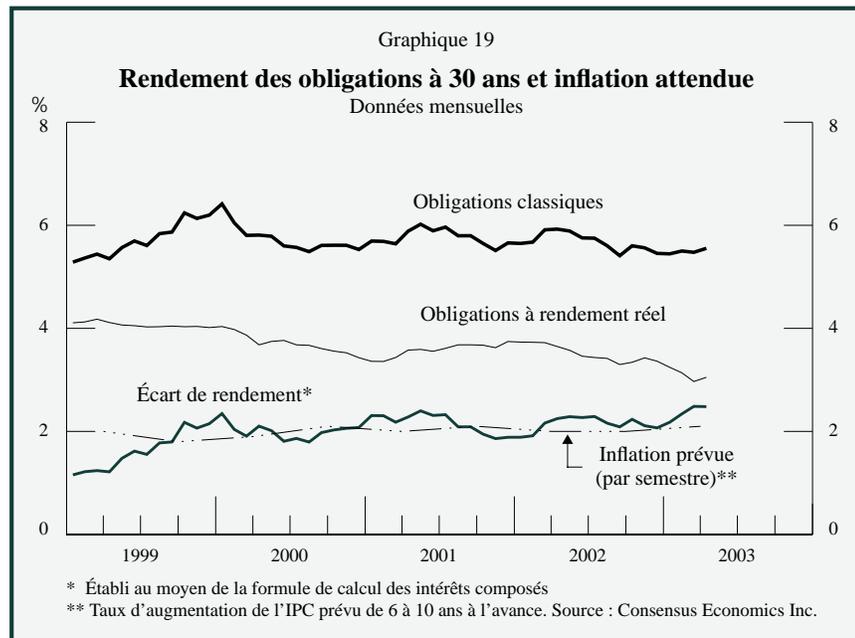
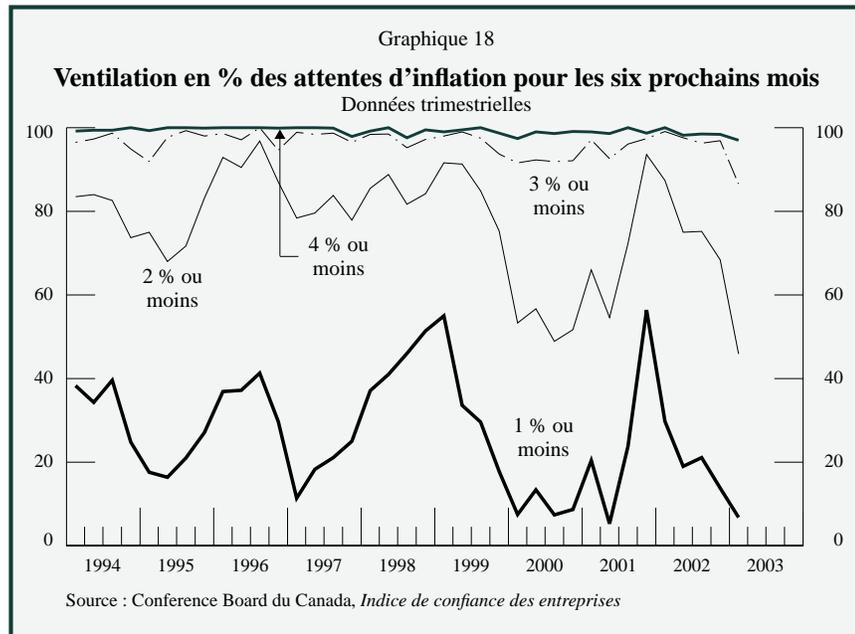
annuelle, soit en deçà du taux moyen ressortant des plus récentes prévisions du secteur privé.

### **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 au printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de plus de 2 %. Seulement 25 % des répondants étaient de cet avis l'automne dernier (Graphique 18). Selon l'enquête réalisée par les bureaux régionaux de la Banque auprès des entreprises, 83 % des firmes consultées (contre 66 % en septembre dernier) estiment que l'inflation dépassera, au cours des deux prochaines années, la cible de 2 % visée par la Banque. Par ailleurs, le taux d'augmentation de l'IPC global escompté en 2003 selon la moyenne des prévisions du secteur privé s'établit à 3 %, alors qu'il était de 2,4 % en octobre dernier. Les attentes relatives à l'inflation à court terme ont manifestement subi l'influence des relèvements récents des prix à la consommation de l'énergie.

Malgré la hausse de ces attentes, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé se situe toujours aux environs de 2 % pour 2004. Les taux d'inflation prévus à plus long terme restent également très voisins de 2 %. Par contre, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel s'est élargi progressivement pour atteindre presque 2,5 points de pourcentage (Graphique 19). Des facteurs techniques et les considérations liées à la liquidité rendent toutefois cet écart difficile à interpréter.

***Les mesures des attentes d'inflation à court terme affichent une certaine hausse.***



## Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Il est probable que les facteurs ponctuels qui ont fait grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence aux environs de 3 % dernièrement continueront à maintenir celle-ci à un niveau élevé dans un proche avenir. On s'attend toutefois à ce que l'effet combiné de ces facteurs se soit en grande partie résorbé d'ici le début de 2004.

L'incidence des augmentations récentes des primes d'assurance sur le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se faire sentir jusqu'au milieu de 2003, puis s'estomper progressivement jusqu'au début de 2004. La sécheresse qui a sévi l'an dernier dans l'Ouest canadien et ailleurs devrait donner lieu à de nouvelles pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de cet indice durant la majeure partie de 2003.

Il se pourrait que le dernier relèvement substantiel des coûts de l'énergie se répercute sur les prix d'autres biens et services. Cependant, si l'on en croit l'expérience récente, l'ampleur de ces retombées sera probablement assez petite.

De même, l'effet de l'appréciation récente du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'indice de référence sera sans doute faible, les mouvements du taux de change ayant eu une incidence limitée sur cet indice au cours des dix dernières années. Les répercussions de cette appréciation sur la hausse de l'IPC global seront un peu plus prononcées que sur celle de l'indice de référence, puisque le panier de biens et services qui compose ces indices diffère de l'un à l'autre.

Les augmentations salariales devraient s'accroître quelque peu en 2004. Par exemple, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent que celles-ci sont plus nombreuses à croire que les hausses salariales gagneront, plutôt que perdront, en importance pendant les douze prochains mois. On s'attend à ce que la croissance de la productivité du travail s'établisse à près de 2 % au cours des deux prochaines années et à ce que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre remonte vers les 2 % durant l'année 2004.

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

Durant la majeure partie du second semestre de 2002 et au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, soit M1 brut, M1+ et M1++, a décéléré par rapport à la cadence très rapide affichée antérieurement (Graphique 20). Les entreprises et les ménages semblent avoir stoppé l'accumulation d'encaisses de précaution réalisée précédemment face au recul

*Un certain nombre de facteurs ponctuels continueront à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence à un niveau élevé dans un proche avenir.*

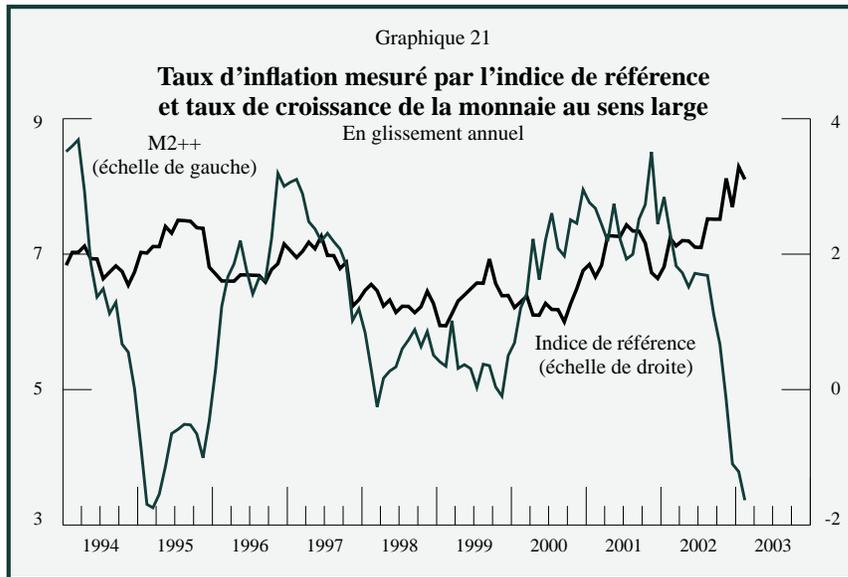
*Les augmentations salariales devraient s'accroître quelque peu durant 2004.*

marqué des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et aux inquiétudes géopolitiques croissantes. Néanmoins, des encaisses importantes continuent d'être détenues par les entreprises et les ménages.



Ces derniers ont fortement remanié leurs portefeuilles au cours des derniers mois. Ainsi, les fonds communs d'actions enregistrent des sorties de capitaux depuis juin 2002, en partie du fait que les ménages les ont délaissés au profit des dépôts à terme fixe et des fonds à revenu fixe. Mais les actifs réels ont aussi gagné en faveur, comme en témoigne la vigueur du marché du logement observée au cours de la dernière année. Le ralentissement de l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et d'un certain nombre de composantes de M2++ a contribué à une décélération marquée de la progression de M2++ (Graphique 21).

Le vif tassement du rythme d'expansion des agrégats monétaires, ces derniers mois, ne fait pas peser de risque important sur les perspectives en matière d'inflation. La croissance de la monnaie au sens étroit reste supérieure au niveau compatible avec un taux d'inflation de 2 %, et le volume des encaisses de précaution détenues par les ménages demeure exceptionnellement élevé. Ainsi, la poursuite d'une lente expansion monétaire concorderait avec le retour de l'inflation vers la cible de 2 %.



### Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003, principalement en raison de la persistance des facteurs ponctuels décrits précédemment. Toutefois, l'incidence combinée de ces derniers devrait décroître de façon sensible par la suite et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

Puisque, d'une part, l'écart entre l'offre et la demande devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période considérée, et que, d'autre part, l'effet des facteurs ponctuels devrait s'atténuer à partir du milieu de cette année, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second semestre et avoisine les 2 % dès le début de 2004, niveau autour duquel elle devrait demeurer pendant le reste de l'année (Tableau 1)<sup>5</sup>.

*Même si on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne autour de 3 % jusqu'au milieu de 2003 sous l'effet de certains facteurs ponctuels...*

*... celle-ci devrait redescendre à 2 % au début de 2004 et demeurer à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.*

5. On s'attend à ce que les premiers remboursements sur les factures d'électricité accordés en Ontario en décembre 2002 se traduisent, douze mois plus tard, par une hausse passagère du taux d'accroissement de l'indice de référence et de celui de l'IPC global.

<b>Tableau 1</b>							
<b>Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global</b>							
<b>Taux de variation sur quatre trimestres</b>							
	2003				2004		
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	2 <sup>e</sup> sem.
Indice de référence	3,1	2,9	2,5	2,4	2,0	2,0	2,0
IPC global	4,5	3,7	2,8	2,4	1,2	1,5	1,8
Hypothèses relatives aux cours du pétrole brut (West Texas Intermediate) (en \$ É.-U. le baril)							
Scénario de base	34	28	27	25	25	25	25

L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure des cours du pétrole brut (Graphique 17). Si ces derniers devaient se situer en moyenne aux alentours de 28 \$ É.-U. le baril dans les prochains mois, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à 3 3/4 % approximativement au second trimestre. S'ils devaient s'établir ensuite aux environs de 25 \$ É.-U. le baril, ce qui est conforme en gros aux prix des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber provisoirement en deçà de celui de l'indice de référence au premier semestre de 2004, puis se stabiliser à un niveau proche de celui-ci.

***L'évolution du taux d'accroissement de l'IPC global dépend dans une large mesure de celle des cours du pétrole brut.***

## 5. CONCLUSIONS

Depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire*, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence ont été de beaucoup supérieures à la cible de 2 % que poursuit la Banque. Si les taux d'inflation élevés tiennent en grande partie à des facteurs ponctuels, notamment la montée des primes d'assurance, et au renchérissement de certains intrants clés, les pressions que la demande intérieure a exercées sur les prix y ont aussi fortement contribué. La robustesse de cette dernière a en effet permis à l'économie de notre pays de continuer à tourner près des limites de sa capacité malgré l'affaiblissement de la demande extérieure de produits canadiens. Dans ce contexte, les attentes d'inflation se sont aussi accentuées.

Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la force sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base à chacune de ses deux dernières dates d'annonce préétablies, portant ainsi ce dernier à 3,25 %.

La grande incertitude économique, financière et géopolitique observée à l'échelle de la planète a été un autre trait dominant des six mois qui viennent de s'écouler. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont dissipées en partie ces derniers temps, et la Banque prévoit qu'elles s'estomperont davantage. Le climat économique mondial demeure toutefois considérablement incertain, en particulier à court terme.

Dans l'ensemble, les risques auxquels fait face l'économie mondiale semblent mieux équilibrés maintenant que ce n'était le cas l'automne dernier; en outre, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait s'être sensiblement redressée d'ici la fin de l'année. Par conséquent, même si l'incertitude planant sur l'économie mondiale continuera vraisemblablement de limiter la croissance dans le proche avenir, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, particulièrement en Amérique du Nord.

Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure au Canada et du raffermissement que devrait connaître la demande extérieure de produits canadiens à mesure que l'incertitude se dissipera et que la confiance se rétablira, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité. Le moment et l'ampleur des nouveaux relèvements du taux directeur dépendront de la robustesse de la demande intérieure, de l'évolution des attentes d'inflation ainsi que du rythme de l'expansion économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.

## 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.
- Conference Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).
- Consensus Economics Inc. (2003). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Stuber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

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](mailto:publications@banqueducanada.ca)

site Web : <http://www.banqueducanada.ca>