

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– août 2001 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 17 juillet 2001 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire publié en mai 2001.

Vue d'ensemble

Les perspectives de la Banque au sujet de l'inflation et de l'activité économique globale au Canada, pour la période qui s'étend jusqu'à la fin de 2002, ne sont pas fondamentalement différentes de celles qui étaient présentées dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*. Après être descendu au-dessous du taux de croissance potentiel de l'économie durant la première moitié de l'année, le rythme d'expansion devrait commencer à s'accélérer aux troisième et quatrième trimestres, puis s'intensifier encore pour dépasser légèrement le potentiel de croissance en 2002.

Les facteurs qui étayaient ces perspectives sont pour la plupart les mêmes que ceux que la Banque évoquait dans son *Rapport* de mai, à savoir le raffermissement prévu de la croissance économique aux États-Unis, les progrès considérables accomplis au chapitre de la correction du niveau des stocks dans des secteurs clés de l'économie, l'assouplissement des conditions monétaires au pays et l'accroissement du revenu disponible des consommateurs canadiens par suite des réductions d'impôt.

Depuis le printemps, toutefois, plusieurs facteurs importants n'ont pas évolué conformément aux prévisions. Aux États-Unis, on s'attend à ce que les mesures

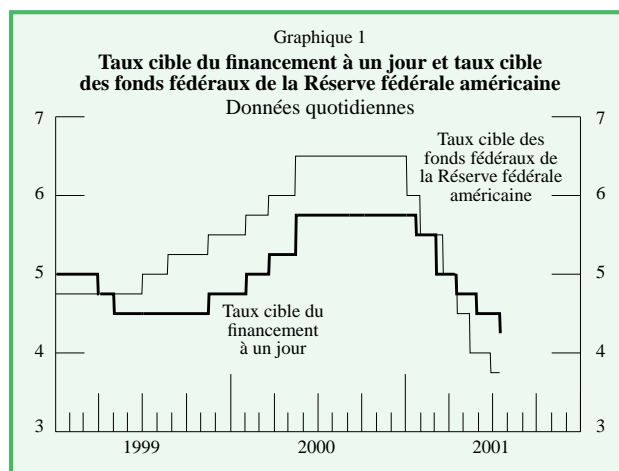
Faits saillants

- La Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage le 17 juillet, après l'avoir réduit d'autant le 29 mai, ce qui ramène ce taux à 4,25 %.
- La réduction cumulative de 150 points de base du taux directeur opérée depuis le début de l'année soutient la croissance économique au pays devant la faiblesse de la conjoncture à l'extérieur de l'Amérique du Nord et l'incertitude quant à la reprise des investissements des entreprises aux États-Unis.
- On s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'intensifie durant la seconde moitié de cette année et s'accélère encore en 2002.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à environ 2 % au second semestre de 2001 et rester près de ce niveau tout au long de 2002.
- On prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global, actuellement supérieure à 3 %, se repliera aux environs de 2 % d'ici la fin de 2001.

d'allégement fiscal adoptées récemment (notamment les remises d'impôt, à compter de juillet) stimulent les dépenses des ménages et contrebalancent la faiblesse des dépenses d'investissement qui, croit-on maintenant, pourrait se prolonger jusqu'à la fin de l'année. De plus, les conditions économiques se sont dégradées à l'extérieur de l'Amérique du Nord, et les difficultés financières auxquelles sont confrontées plusieurs économies de marché émergentes se sont aggravées. Mais les effets cumulatifs des mesures prises par le Canada et les États-Unis, depuis le début de l'année, forment un rempart contre les répercussions que pourrait avoir la détérioration de la conjoncture étrangère.

Le ralentissement de l'économie, durant la première moitié de 2001, ayant eu pour effet d'atténuer les pressions s'exerçant sur la capacité de production, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer pour se situer à environ 2 % au second semestre. On s'attend à ce qu'elle se maintienne à ce niveau tout au long de 2002, à la faveur d'une accélération de l'activité au Canada. Le taux de progression de l'IPC global devrait aussi descendre aux alentours de 2 % d'ici la fin de 2001. Le récent repli des prix de l'essence, du gaz naturel et du pétrole brut a réduit les risques que les cours élevés de l'énergie enregistrés plus tôt cette année ne se répercutent de façon plus généralisée sur les prix à la consommation au Canada.

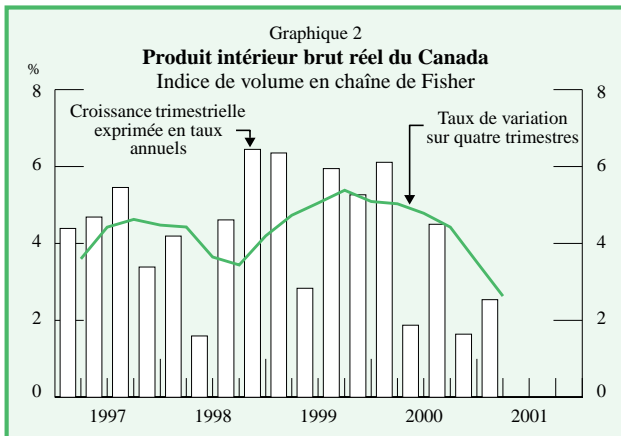
La Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point, le 29 mai, et d'un autre quart de point, le 17 juillet, ce qui ramène ce taux à 4,25 % et porte la réduction opérée depuis le début de l'année à 150 points de base (Graphique 1). Elle a jugé que ces décisions étaient compatibles avec son objectif, qui est de maintenir l'inflation à moyen terme près de la cible de maîtrise de 2 %, de façon à favoriser une croissance soutenue de l'économie et de l'emploi au pays.



L'évolution économique et financière récente

Le PIB réel du Canada a progressé en moyenne de 2,1 % en taux annualisé au quatrième trimestre de l'an dernier et au premier de cette année, contre 4,2 % au cours des trois premiers trimestres de 2000 (Graphique 2)¹. Ce ralentissement marqué s'explique surtout par l'affaiblissement de la demande américaine de produits canadiens, en particulier d'automobiles et de matériel de télécommunication, et par la baisse des investissements canadiens en machines et matériel. Durant la même période, l'activité s'est fortement intensifiée dans le secteur du pétrole et du gaz naturel, à la faveur d'une rentabilité élevée. En outre, les dépenses des ménages sont restées fondamentalement vigoureuses, alimentées par de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et par des diminutions d'impôt aux niveaux fédéral et provincial.

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

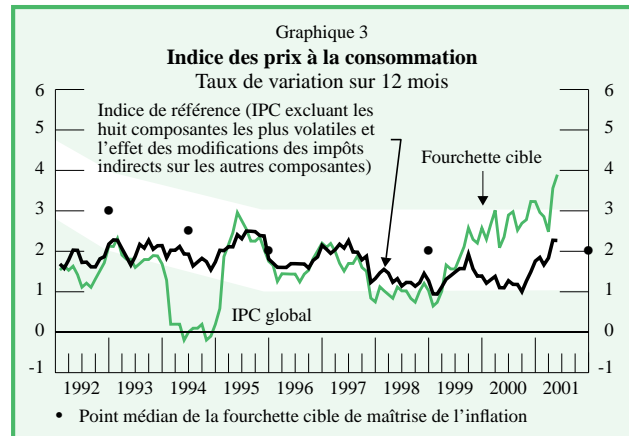


Selon les plus récents indicateurs, ces tendances se sont poursuivies au second trimestre de l'année, l'avance du PIB se situant, selon les estimations, dans une fourchette de 1 à 2 % (en taux annualisé). Bien qu'elle semble avoir ralenti, la croissance des dépenses des ménages est demeurée relativement robuste. Les exportations ont progressé légèrement, tandis que les investissements en stocks ont continué de fléchir et que les dépenses d'investissement des entreprises sont restées faibles.

La décélération de l'activité au premier semestre a atténué les pressions qui s'exerçaient sur l'appareil de production. On estime que la situation de demande excédentaire qui régnait au tournant de l'année a fait place à une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre.

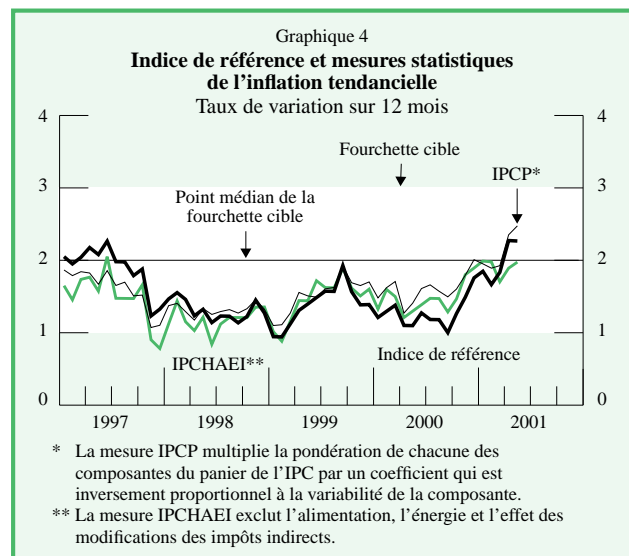
L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 2,3 % en mai, contre 1,7 % en février, soit un niveau supérieur à ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* de mai (Graphique 3)². Cette augmentation tient au fait que l'économie tournait aux limites de sa capacité, voire au delà, à la fin de 2000. Les rabais plus élevés consentis par les fabricants et les détaillants de véhicules automobiles

2. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires. La Banque du Canada a publié en mai 2001 un document intitulé *Reconstruction de la cible de maîtrise de l'inflation — Note d'information*, qui explique les raisons pour lesquelles elle a opté pour cette mesure de l'inflation fondamentale.



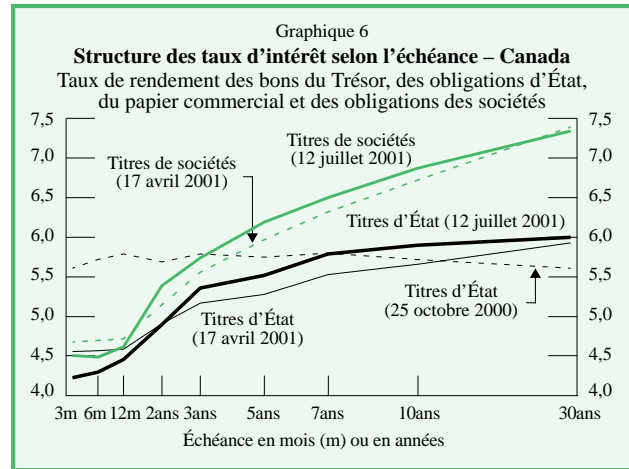
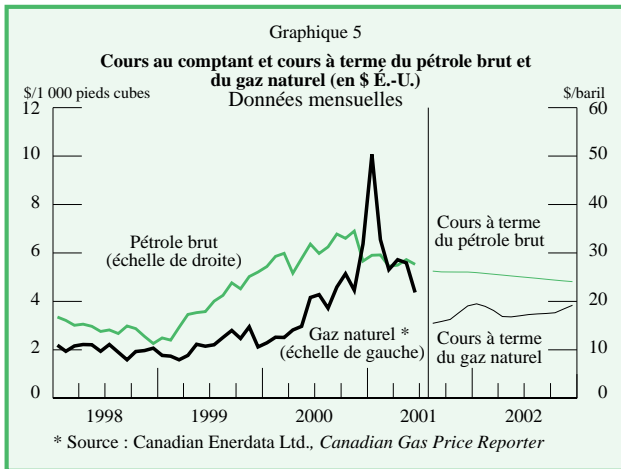
ainsi que le programme de crédit spécial du gouvernement de la Colombie-Britannique, à l'intention des consommateurs d'électricité, ont temporairement maintenu l'inflation mesurée par l'indice de référence à un bas niveau au début de cette année. Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle ont suivi, en gros, une trajectoire semblable à celle de l'indice de référence de la Banque (Graphique 4).

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est chiffré à 3,9 % en mai, soit bien au-dessus du niveau d'environ 3 % observé depuis l'automne 2000. Outre les facteurs ayant agi sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, la progression de cet indice a été gonflée par le vif renchérissement du gaz naturel (attribuable à une offre encore



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.



limitée ainsi qu'à la fin d'un programme d'aide du gouvernement albertain) et par la flambée temporaire du prix de l'essence.

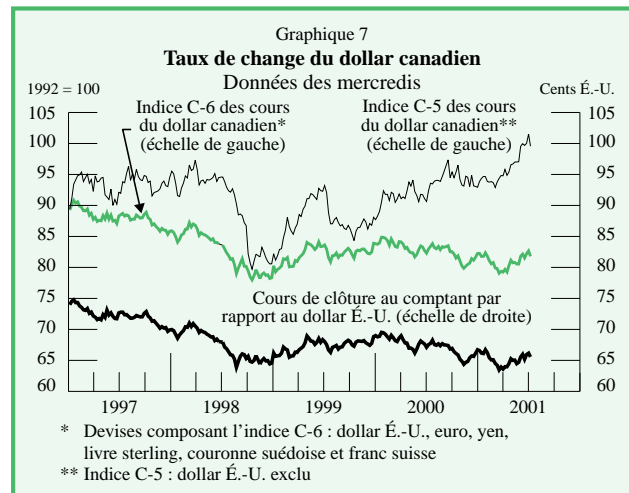
Bien qu'elle ait été généralisée depuis deux ans, la hausse des cours de l'énergie n'a eu que des répercussions limitées sur les autres composantes de l'IPC global. On estime en effet que l'accroissement de l'indice attribuable à cette hausse s'est établi à moins de 0,1 % au cours de la dernière année.

En juin, les prix de l'essence se sont repliés considérablement. Ce facteur devrait fortement contribuer à ramener le taux d'augmentation de l'IPC global pour juin nettement au-dessous du niveau enregistré en mai³. Les cours au comptant et à terme du pétrole et du gaz naturel ont également chuté, ce qui laisse entrevoir une diminution des prix à la consommation des produits énergétiques au cours des prochains mois. La baisse récente des prix de l'essence, du pétrole brut et du gaz naturel (Graphique 5) dénote un meilleur équilibre entre l'offre et la demande, le repli de la demande ayant permis aux stocks de se reconstituer.

S'ils font encore état de résultats contradictoires, les indicateurs économiques ont néanmoins, dans l'ensemble, dépassé les attentes des marchés financiers et suscité un sentiment un peu plus optimiste à l'égard des perspectives de l'économie canadienne. En

particulier, la crainte de voir l'économie américaine continuer à se détériorer s'est amoindrie depuis la publication du *Rapport* de mai. Aussi, le rendement des obligations à moyen terme canadiennes s'est-il élevé depuis la mi-avril (Graphique 6).

Dans le contexte d'une baisse de régime de l'économie mondiale, la vigueur relative que continuent d'afficher les facteurs économiques fondamentaux du Canada a contribué, depuis avril, à un relèvement du cours de la monnaie canadienne pondéré en fonction des échanges commerciaux. Celui-ci s'est reflété principalement dans l'appréciation qu'a connue notre monnaie par rapport aux grandes devises autres que le dollar É.-U. (Graphique 7). Récemment, cependant, l'incertitude associée à l'évolution



3. Prévisions établies au 17 juillet, avant la publication, le 20 juillet, des données relatives à l'IPC.

de la conjoncture dans certaines économies de marché émergentes a accentué la volatilité des marchés des changes.

Les perspectives économiques

Les perspectives de croissance de l'économie canadienne qu'envisage la Banque pour 2001 et 2002 n'ont guère changé depuis la parution du *Rapport* de mai dernier, la Banque prévoyant toujours une hausse de 2 à 3 % du PIB réel en 2001. Après avoir été modérée aux premier et deuxième trimestres, la progression de ce dernier devrait s'accélérer pour se situer entre 2,5 et 3,5 % en chiffres annuels au second semestre de 2001. En 2002, l'économie canadienne devrait croître à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que la Banque évalue à environ 3 %.

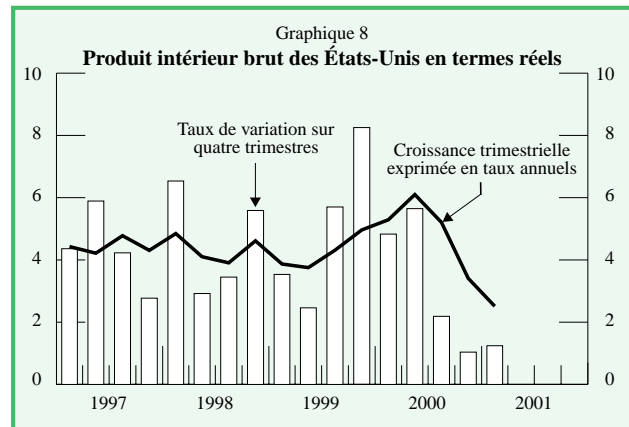
Les perspectives de croissance de l'économie canadienne qu'envisage la Banque pour 2001 et 2002 n'ont guère changé depuis la parution du Rapport de mai dernier, la Banque prévoyant toujours une hausse de 2 à 3 % du PIB réel en 2001.

Parmi les facteurs sur lesquels ce pronostic s'appuie, citons des progrès importants dans le processus de correction des stocks, le redressement des investissements des entreprises (y compris la poursuite d'un niveau élevé d'investissements dans le secteur de l'énergie), l'assouplissement des conditions monétaires et les réductions d'impôt au Canada, ainsi que la légère reprise attendue de l'économie américaine. On pense toutefois qu'il y aura un certain décalage entre la relance de l'activité et la progression de l'emploi, qui demeurera modeste pendant tout l'été.

Un renforcement de l'économie américaine est toujours prévu pour le deuxième semestre de 2001 sous l'action du repli marqué des taux d'intérêt, des réductions d'impôt annoncées (dont des

Un renforcement de l'économie américaine est toujours prévu pour le deuxième semestre de 2001.

remises à compter de juillet) et d'un ralentissement du rythme de liquidation des stocks. S'il semble maintenant que les investissements des entreprises (surtout dans le domaine des télécommunications) resteront faibles plus longtemps qu'on ne s'y attendait au moment de la préparation du *Rapport* de mai dernier, la consommation sera pour sa part plus vigoureuse que prévu grâce aux réductions et aux remises d'impôt. Conjugués au fait que la croissance, alimentée par les achats de voitures, a été un peu plus vive que prévu en début d'année (Graphique 8), ces facteurs devraient amener le taux d'expansion de l'économie américaine en 2001 dans la moitié supérieure de la fourchette de 1 à 2 % dont le *Rapport* de mai faisait état. Pour 2002, la Banque anticipe une croissance moyenne de 2,5 à 3,5 % (comme en mai).



Les perspectives économiques des pays d'outre-mer, cependant, se sont assombries par rapport aux prévisions antérieures, en partie à cause du tassement de l'économie américaine. La croissance s'est ralentie dans les pays européens, tandis qu'au Japon la situation a continué à se détériorer, en partie sous le poids des problèmes structurels

auxquels est confrontée l'économie de ce pays. Les perspectives à court terme des pays à marché émergent sont également moins favorables, et des incertitudes continuent de peser sur l'évolution de la conjoncture économique en Argentine et en Turquie.

Les perspectives économiques des pays d'outre-mer, cependant, se sont assombries par rapport aux prévisions antérieures.

En réaction à la décélération de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient fléchir pendant le reste de l'année (Graphique 9). Le bond des cours du bois d'œuvre, qui a fait grimper l'indice de la Banque du Canada au deuxième trimestre, a été partiellement annulé par suite du retour des stocks à des niveaux plus habituels. Les prix du bois d'œuvre devraient cependant demeurer volatils.

La Banque estime que des capacités excédentaires sont apparues dans l'économie canadienne au deuxième trimestre de 2001. En conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui était de 2,3 % en mai dernier, devrait être ramenée à environ 2 % dans la seconde moitié de 2001, ce qui concorde avec le taux d'inflation attendu à long terme. Comme, l'an prochain, l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur à son potentiel de

croissance, on s'attend à ce que les marges de capacités inutilisées se résorbent et à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne aux environs de 2 % pendant tout 2002.

Étant donné la baisse marquée du prix de nombreux produits de base énergétiques par rapport aux sommets atteints précédemment, on prévoit que le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation de l'énergie reculera au cours de l'automne. En conséquence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à quelque 2 % d'ici la fin de 2001.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombe à environ 2 % dans la seconde moitié de 2001 et qu'elle se maintienne autour de ce niveau pendant tout 2002.

* * *

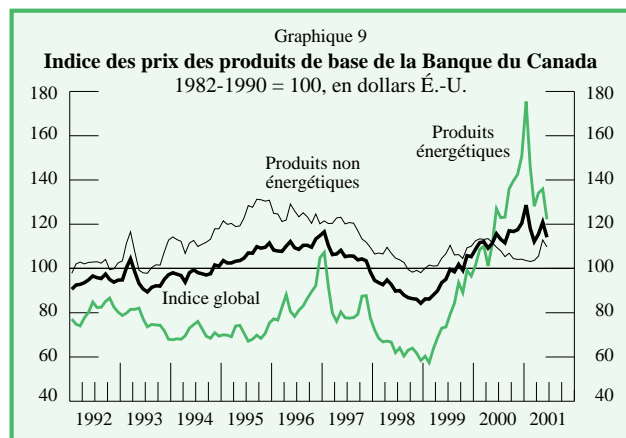
Les indicateurs détaillés

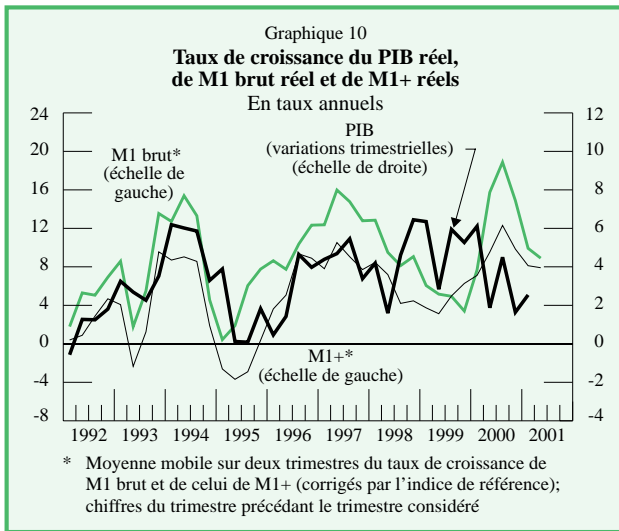
Dans l'élaboration de ses perspectives en matière d'inflation, la Banque a étudié le comportement récent des agrégats monétaires et des agrégats du crédit ainsi que d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'inflation et l'appareil de production.

Les agrégats monétaires et les agrégats du crédit

L'évolution des agrégats monétaires continue de laisser présager un rythme de croissance plus vif et un taux d'inflation légèrement supérieur à ceux projetés par la Banque. Le taux d'expansion des agrégats au sens étroit a dépassé les prévisions depuis février, mais il demeure nettement moins élevé que les taux atteints à la fin de 2000 (Graphique 10).

La progression récente des agrégats étroits s'explique probablement, en partie, par une hausse temporaire de la demande





d'encaisses de précaution. Face à l'incertitude du marché boursier et aux préoccupations entourant leurs revenus futurs, les entreprises et les particuliers ont pu choisir de détenir un niveau plus élevé de dépôts liquides. Dans la mesure où l'augmentation de ces dépôts servira à acheter des instruments de placement une fois l'incertitude calmée, elle ne devrait pas alimenter les pressions inflationnistes.

Si la croissance de la monnaie a légèrement dépassé les attentes, l'augmentation des crédits aux entreprises — particulièrement ceux à court terme — a été plus faible que prévu. Cette décélération est partiellement attribuable au resserrement des conditions du crédit dans certains secteurs, surtout celui des télécommunications. Pour leur part, les crédits aux ménages ont poursuivi leur avance modérée.

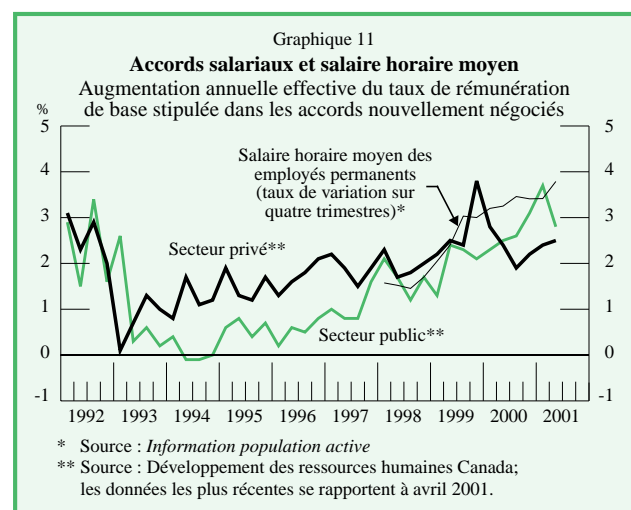
Les indicateurs des pressions sur l'inflation et l'appareil de production

Le comportement de plusieurs indicateurs économiques vient appuyer l'opinion selon laquelle les pressions sur les capacités de production se sont allégées au premier semestre de 2001. Ainsi, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication (à l'exclusion de

l'industrie aérospatiale) a reculé au cours de la dernière année, et le niveau des stocks des fabricants par rapport aux ventes a augmenté considérablement. De plus, même si le taux de chômage n'a enregistré qu'une légère hausse depuis le milieu de 2000, le repli récent de l'indice de l'offre d'emploi laisse entrevoir une détente du marché du travail. Les résultats du dernier sondage que la Banque a mené auprès d'entreprises portent également à croire que les pressions sur l'appareil de production et les pénuries de main-d'œuvre se sont atténuées depuis la fin de 2000.

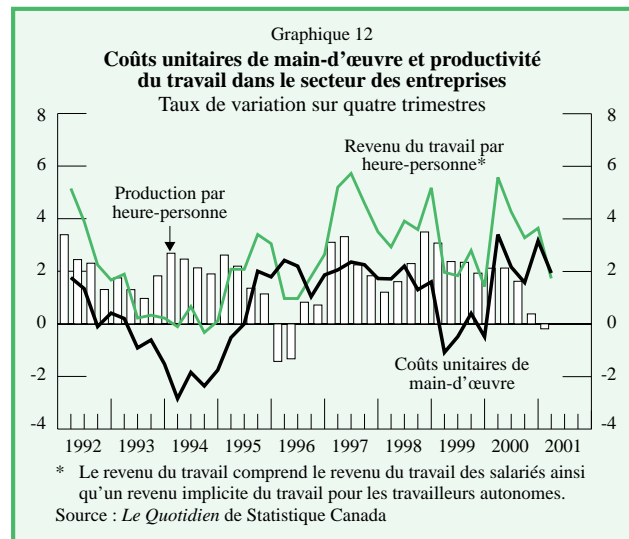
D'autres indicateurs, toutefois, donnent à penser que les pressions qui s'exercent sur le marché des produits et celui du travail ont persisté jusque dans la première partie de 2001. Sur le marché du travail, certains secteurs, notamment ceux des services de santé et des métiers, ont continué à subir des pressions. D'après les gains horaires moyens des travailleurs permanents, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération du travail a légèrement progressé, passant d'une plage de 3,25 à 3,75 % durant la deuxième moitié de 2000 à une plage de 3,5 à 4 % au second trimestre de 2001 (Graphique 11).

En outre, la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada pour le premier trimestre de l'année dépassait



encore largement les niveaux normaux, malgré un fléchissement depuis le milieu de 2000. Les taux d'inoccupation des immeubles à vocation commerciale étaient également très bas au premier trimestre de 2001.

Entre les premiers trimestres de 2000 et de 2001, la production par heure-personne dans le secteur des entreprises a reculé de 0,2 %, et les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont élevés de 1,9 % (Graphique 12). Bien que l'on s'attende à ce que le taux de croissance de la productivité augmente à mesure que l'économie prendra de la vitesse, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait se maintenir entre 2 et 3 % à court terme.



Le *Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada* est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces documents, veuillez communiquer avec nous :

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>