

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

## MISE À JOUR

– juillet 2003 –

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques fondée sur l'information reçue entre le 15 avril et le 15 juillet 2003.*

Depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en avril, un certain nombre d'événements inattendus ont modifié les perspectives d'évolution de l'inflation et de l'activité économique au Canada. Le taux d'inflation observé et le taux attendu ont tous deux diminué plus rapidement que la Banque ne le prévoyait. L'activité intérieure à court terme a été freinée par les retombées du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine au pays. La demande extérieure de produits canadiens a aussi été plus faible qu'escompté. De plus, la forte appréciation du dollar canadien par rapport à son pendant américain aura un effet modérateur sur la progression future de la demande de biens et de services canadiens et contribuera à exercer des pressions à la baisse sur les prix de certaines composantes de l'IPC.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont atténuées, la marge de capacités inutilisées au Canada se creuse plus que prévu et l'écart de production à la fin de 2003 sera supérieur à ce qui avait été projeté en avril. Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombera sous la cible de 2 % avant la fin de l'année.

En réponse à la situation changeante, la Banque n'a pas modifié le taux cible du financement à un jour le 3 juin, jugeant moins nécessaire de réduire le degré de détente

### Faits saillants

- **Les pressions inflationnistes se sont atténuées et la marge de capacités inutilisées se creuse plus que prévu.**
- **Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombera sous la cible de 2 % avant la fin de l'année.**
- **Afin de soutenir la croissance de la demande intérieure et les niveaux globaux d'activité, la Banque a réduit le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 15 juillet.**
- **La Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'accélérera vers la fin de 2003 et tout au long de 2004.**
- **La Banque surveillera de près l'évolution de la demande intérieure et extérieure dans l'optique du maintien du taux d'inflation à la cible de 2 % à moyen terme.**

monétaire en place, et l'a abaissé de 25 points de base le 15 juillet pour le ramener à 3 %. Cette réorientation de la politique monétaire apportera un soutien à court terme additionnel à la croissance de la demande intérieure et, par conséquent, aidera la demande globale à se situer à des niveaux compatibles avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

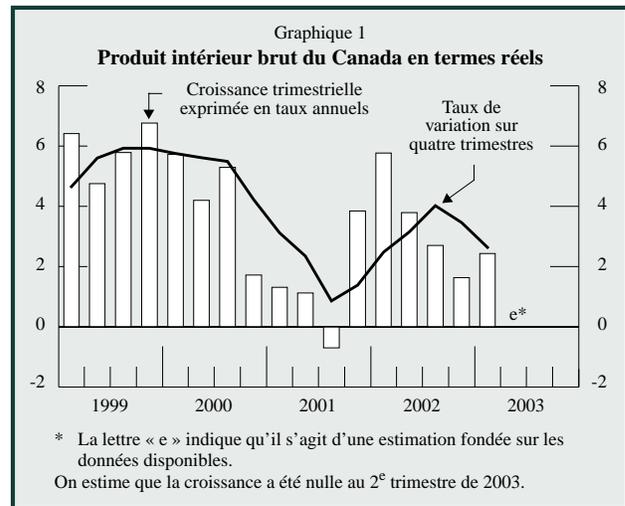
La Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'accéléra vers la fin de 2003 et tout au long de 2004. Ses prévisions se fondent notamment sur la disparition des effets défavorables de l'épidémie de SRAS et du cas de maladie de la vache folle, la reprise escomptée de l'économie américaine, la nette amélioration du climat sur les marchés de capitaux et la vigueur fondamentale de la demande intérieure.

Un certain nombre de risques entachent ce scénario de référence. D'un côté, la croissance pourrait être plus vive si le redressement récent des marchés boursiers à l'échelle mondiale, conjugué à l'orientation expansionniste des politiques macro-économiques dans les principaux pays industrialisés, devait donner lieu à une reprise économique mondiale plus forte que nous le supposons dans la présente mise à jour. De l'autre, la demande de biens et de services canadiens aux États-Unis pourrait s'avérer plus faible qu'on ne le prévoit actuellement, en particulier si la relance attendue des dépenses d'investissement dans ce pays était retardée. La Banque surveillera donc attentivement ces risques.

## Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

Après avoir crû à un rythme vigoureux au premier semestre de 2002, le PIB réel du Canada a progressé de seulement 2,3 % (en taux annualisé) entre le milieu de 2002 et le premier trimestre de 2003, et on estime qu'il a marqué le pas au deuxième trimestre (Graphique 1).

Les exportations se sont contractées au quatrième trimestre de 2002 et au premier semestre de 2003 consécutivement à la décélération de l'expansion économique



aux États-Unis. Au second trimestre de 2003, elles se sont aussi ressenties des effets défavorables associés au SRAS et à la maladie de la vache folle. Les voyages à destination du Canada ont chuté après le déclenchement d'une épidémie de pneumonie atypique dans la région métropolitaine de Toronto, et les exportations de bovins et de bœuf ont été suspendues dans l'attente de la tenue d'une enquête sur un cas d'encéphalopathie spongiforme bovine découvert en Alberta.

À l'inverse, la croissance de la dépense des ménages a été robuste au second semestre de 2002 et au premier trimestre de 2003, grâce aux bas taux d'intérêt. Son rythme a néanmoins ralenti quelque peu au deuxième trimestre.

La situation sur les marchés financiers a continué de s'améliorer depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les évolutions les plus marquantes ont été, d'une part, le remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale en faveur d'actifs à revenu fixe offrant un meilleur rendement — lequel a provoqué un nouveau resserrement des écarts séparant les taux de rendement des obligations des sociétés et des pays à marché émergent de ceux des obligations d'État qui servent de référence — et, d'autre part, la poursuite de la reprise amorcée en mars sur les marchés boursiers. Ces derniers ont été revigorés par l'effet combiné des bas taux d'intérêt, des résultats généralement positifs enregistrés par les entreprises au premier trimestre et de la conviction grandissante que le rythme

d'expansion de l'économie américaine va s'accélérer. Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les taux des obligations à long terme ont chuté d'environ 80 points de base, mais se sont ressaisis par la suite pour en regagner quelque 50.

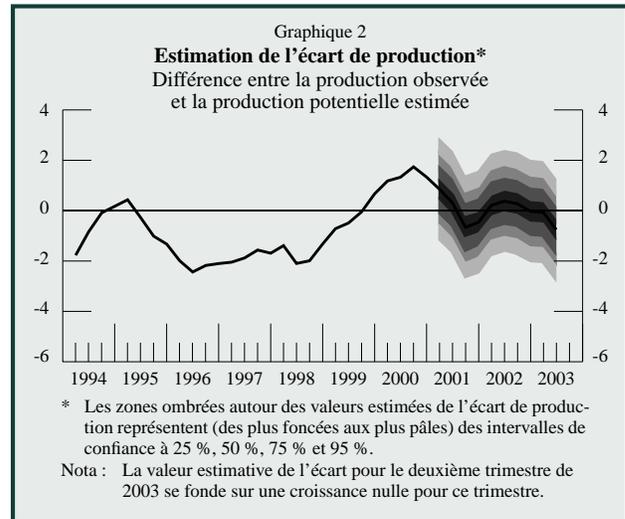
Le dollar canadien s'est apprécié, la fourchette à l'intérieur de laquelle il évolue étant passée depuis le *Rapport* d'avril de 67,5-69 cents É.-U. à 72-75 cents É.-U. Son appréciation a été plus prononcée et plus rapide que la Banque ne s'y attendait. Il convient de souligner qu'elle s'inscrit dans un vaste processus de rajustement multilatéral du taux de change réel de la devise américaine. Les investisseurs étrangers se montrent moins enclins à accumuler des actifs en dollars É.-U. et à financer ainsi le déficit important et persistant de la balance courante américaine. La hausse du cours de notre monnaie tient également à la vigueur de la demande intérieure au Canada, où l'appareil de production tourne plus près des limites de sa capacité que ce n'est le cas aux États-Unis. Cela se reflète dans le creusement des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays.

En se fondant sur ses mesures économiques habituelles de la production potentielle et de l'écart de production, la Banque estime que le niveau de l'activité économique a avoisiné le plein potentiel au premier trimestre de 2003, puis qu'il s'est replié au deuxième (Graphique 2)<sup>1</sup>.

Un certain nombre d'indicateurs confortent l'opinion voulant qu'une faible marge de capacités inutilisées soit apparue dans l'économie avant le milieu de l'année. Le taux de chômage a légèrement augmenté, tandis que la proportion d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans l'enquête qu'effectuent régulièrement les bureaux régionaux de la Banque a encore diminué. Le rythme d'accroissement des prix de vente et de revente des maisons s'est aussi replié depuis la fin de 2002.

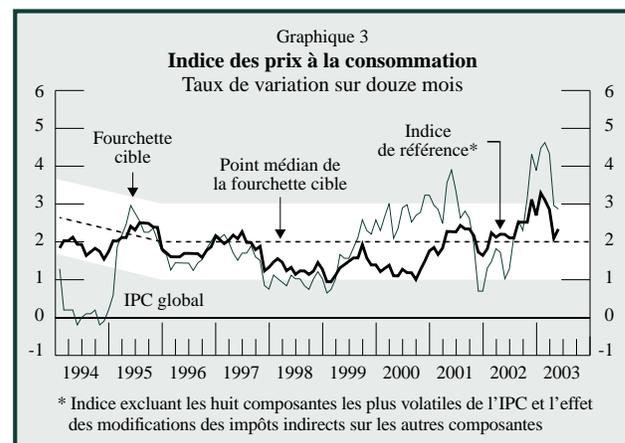
L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée à 2,3 % en mai, soit un taux moindre que ce que nous avons prévu au moment de la parution du *Rapport* d'avril

1. Les données utilisées dans le filtre servant à déterminer la production potentielle ne vont pas au-delà du premier trimestre de 2003, car des facteurs spéciaux ont influé sur le PIB au deuxième trimestre.



et considérablement inférieur à celui de février (Graphique 3). D'autres mesures de l'inflation tendancielle ont également évolué à la baisse depuis février. Cette évolution est attribuable en grande partie au tassement marqué du taux d'augmentation des primes d'assurance automobile. La chute des niveaux d'activité observés dans l'industrie touristique a contribué à faire baisser sensiblement les prix, mais on s'attend à ce qu'une bonne part des rabais offerts ne soient que provisoires. Le niveau légèrement inférieur aux prévisions qu'affiche l'inflation s'est aussi manifesté dans les prix d'une gamme très variée de produits et de services pris en compte par l'indice de référence.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a atteint 2,9 % en mai, comparativement à 4,6 % en février. Aux facteurs ayant entraîné le recul de l'inflation



mesurée par l'indice de référence s'ajoute le repli très prononcé des prix de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux de février.

La plupart des mesures des attentes d'inflation que la Banque surveille ont fléchi depuis la mi-avril, et toutes les mesures du taux attendu à moyen et à long terme sont maintenant proches de 2 %. Les prévisionnistes du secteur privé, notamment, tablent sur un taux d'augmentation des prix de 2 % en 2004. De plus, la proportion des entreprises sondées par les bureaux régionaux de la Banque qui s'attendent à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global dépasse 3 % en moyenne au cours des deux prochaines années se chiffrait à 5 % récemment, contre 26 % dans l'enquête menée trois mois plus tôt.

## Les perspectives économiques

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2003 se sont quelque peu assombries depuis la parution du *Rapport* d'avril. Néanmoins, compte tenu de la diminution de l'incertitude géopolitique, de la nette amélioration des conditions sur les marchés de capitaux et de l'assouplissement des politiques macroéconomiques de nombreux pays industriels, la Banque maintient que le rythme de l'expansion économique dans le monde devrait s'accélérer vers la fin de l'année et tout au long de 2004, particulièrement aux États-Unis et au Canada.

On estime que la croissance de l'activité aux États-Unis a été d'environ 1 1/4 % au premier semestre de l'année, soit un taux moindre que celui que nous prévoyions dans notre livraison d'avril et bien en deçà du potentiel de croissance de ce pays. L'orientation expansionniste des politiques monétaire et budgétaire, la baisse du dollar américain et le récent regain de confiance des consommateurs, conjugués à l'embellie des marchés boursiers, devraient soutenir la relance aux États-Unis au cours du second semestre. On s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie dépasse celui de la production potentielle vers la fin de l'année et tout au long de 2004 et que les dépenses en biens d'équipement des entreprises se raffermissent durant la même période. Pour l'ensemble de l'année, la progression du PIB réel américain devrait se chiffrer à un peu

plus de 2 % en 2003 et à 4 % en 2004; ce pronostic cadre avec la moyenne des plus récentes projections des prévisionnistes du secteur privé pour 2003, mais la dépasse légèrement pour 2004. Bien que les prévisions révisées soient quelque peu inférieures aux chiffres avancés pour 2003 dans le *Rapport* d'avril, le scénario d'ensemble y est assez similaire.

En Europe, la récente appréciation de l'euro vis-à-vis de la devise américaine a freiné la reprise, qui s'annonce plus timide pour le reste de l'année que nous ne le prévoyions au printemps. La situation économique au Japon devrait demeurer fragile.

En raison de l'affaiblissement de la demande mondiale, les perspectives de croissance se sont quelque peu dégradées dans les économies de marché émergentes. En Asie, l'expansion devrait rester vigoureuse comparativement, malgré les retombées de l'épidémie de pneumonie atypique.

Au Canada, la progression de l'activité devrait s'accélérer d'ici la fin de l'année et tout au long de 2004. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que le niveau de confiance des touristes étrangers à l'égard des voyages au Canada s'améliorera progressivement pendant le reste de l'année et que les exportations de bovins et de bœuf reprendront bientôt. Résultat, les effets négatifs du SRAS et de la maladie de la vache folle sur le niveau de l'activité globale au pays devraient être de courte durée.

On s'attend à ce que la croissance au troisième trimestre soit légèrement inférieure aux 2 1/2 % projetés en avril dernier, mais elle devrait se redresser au quatrième trimestre pour atteindre 3 % — soit le taux d'augmentation de la production potentielle — et se raffermir davantage au cours de 2004. On pense qu'elle sera plus rapide cette année-là qu'on ne l'avait prévu antérieurement. La marge de capacités inutilisées qui devrait se dégager en 2003 sera ainsi en grande partie résorbée à la fin de 2004.

Comme l'effet sur nos exportations de la reprise attendue de l'économie américaine sera tempéré par la récente appréciation du dollar canadien, une plus large part de l'essor de la demande globale devra provenir de l'activité intérieure. Ses sources seront notamment la dépense des ménages, qui est

appelée à croître à un bon rythme sous l'effet de la poursuite de la détente monétaire, et les investissements des entreprises, qui devraient augmenter à la faveur du regain escompté de la confiance de ces dernières.

Ce scénario implique une expansion annuelle moyenne du PIB réel de l'ordre de 2 % en 2003 et d'un peu plus de 3 % en 2004; le chiffre pour 2004 est conforme à la moyenne des dernières prévisions du secteur privé, mais celui de 2003 lui est légèrement inférieur.

## Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra sous la cible de 2 % au quatrième trimestre de 2003 et qu'elle demeurera en deçà de cette cible en 2004, puis y reviendra avant le milieu de 2005 (Tableau 1).

Les capacités excédentaires observées sur les marchés des biens et du travail devraient exercer une pression à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. L'effet des facteurs ponctuels, tels que les récents relèvements des primes d'assurance qui, plus tôt cette année, avaient porté l'inflation mesurée par l'indice de référence à près de 3 %, devrait encore s'atténuer. La forte appréciation qu'a enregistrée dernièrement le dollar canadien exercera probablement aussi une pression à la baisse sur l'indice de référence au cours de cette période, mais on continue de croire que celle-ci sera relativement faible.

Les rabais offerts récemment dans le secteur touristique devraient s'atténuer plus

tard en 2003, à mesure que l'activité retrouvera des niveaux plus normaux.

L'évolution des cours du pétrole brut sur les marchés continuera d'influencer grandement les perspectives relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global. En supposant que les cours du pétrole descendent autour de 25 \$ É.-U. le baril au début de 2004 — ce qui correspond assez aux attentes actuelles du marché —, ce taux devrait tomber sous l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2004, puis s'établir à un niveau proche de 2 % en 2005. Comme l'incidence de l'appréciation du taux de change se fera probablement sentir davantage sur le taux d'augmentation de l'IPC global que sur celui de l'indice de référence, elle tendra aussi à ramener la hausse de l'IPC global en deçà de celle de l'indice de référence dans les trimestres à venir.

	2003			2004			2005
	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.	1 <sup>er</sup> sem.
Indice de référence	2,2	2,1	1,9	1,5	1,7	1,7	1,9
IPC global	2,9	2,3	1,8	1,0	1,5	1,6	1,9
WTI*	29,1	28,4	26,5	25	25	25	25

\* Hypothèses concernant le cours du baril de pétrole brut West Texas Intermediate (en dollars É.-U.)

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca)  
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

