

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2004 –

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 au 20 juillet 2004.

Depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier légèrement ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs.

Premièrement, on estime maintenant que le taux de croissance au premier semestre de 2004 a quelque peu dépassé le chiffre avancé en avril, par suite du renforcement de la demande intérieure finale et de la demande étrangère de produits canadiens. Cette estimation, conjuguée à une modeste révision à la hausse apportée aux données du PIB pour 2003, donne à penser que l'offre excédentaire au milieu de 2004 est un peu moins importante que prévu.

Deuxièmement, les prix mondiaux du pétrole ont été supérieurs aux projections. La Banque s'attend donc à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global soit plus élevé au cours des prochains trimestres, mais elle ne croit pas que cette augmentation se répercutera de manière sensible sur la trajectoire de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le renchérissement du pétrole aura tendance à ralentir l'activité aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer par rapport aux prévisions antérieures, mais il est peu probable que la croissance globale de la production au Canada s'en ressente beaucoup.

Faits saillants

- Les prévisions de la Banque relatives à l'expansion économique au pays et à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
- On estime que l'économie canadienne tourne légèrement plus près des limites de sa capacité qu'on ne le pensait en avril et l'on s'attend maintenant à ce qu'elle atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.
- La Banque juge encore que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à la cible de 2 % avant la fin de l'an prochain.
- Les projections à court terme concernant le taux d'accroissement de l'IPC global ont été revues à la hausse pour tenir compte du niveau plus élevé que prévu des cours mondiaux du pétrole.
- Il faudra réduire le degré de détente monétaire afin de prévenir une intensification des pressions inflationnistes. Le rythme de la réduction dépendra des perspectives quant à l'inflation et aux pressions exercées sur l'appareil de production.

Troisièmement, les indicateurs récents laissent entrevoir un certain tassement de l'économie américaine pour des raisons autres que l'effet de la montée des prix du pétrole.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance au Canada se situe en moyenne annuelle aux environs de 2 3/4 % en 2004 — soit le même niveau que celui anticipé dans le *Rapport* d'avril — et de 3 1/2 % en 2005 — soit un niveau légèrement inférieur à celui présenté en avril.

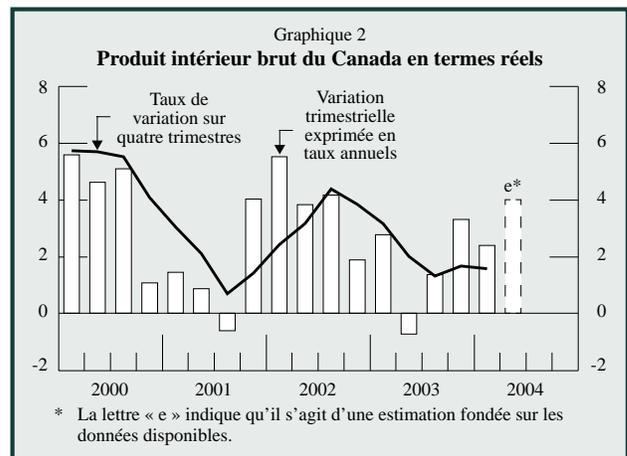
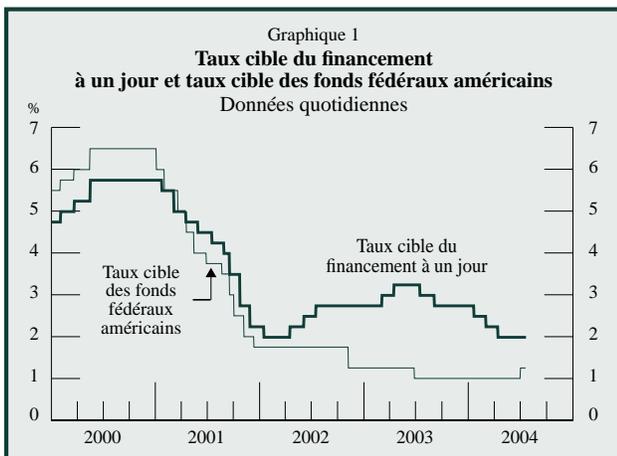
Mesuré d'un quatrième trimestre à l'autre, le rythme d'expansion avoisinerait 3 1/2 % cette année — en hausse par rapport aux prévisions d'avril en raison du dynamisme de l'économie canadienne au premier semestre — et 3 1/4 % l'an prochain — en baisse par rapport aux chiffres d'avril. Cette projection suppose que l'écart de production se résorbera d'ici le milieu de 2005 et que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % avant la fin de l'année prochaine.

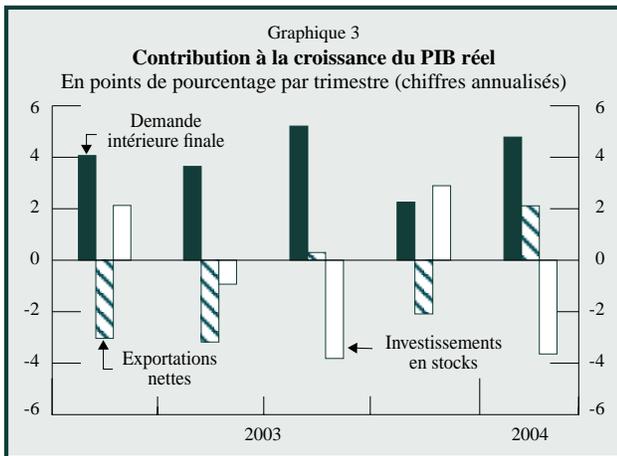
Dans ce contexte, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2 % le 20 juillet (Graphique 1). On sait néanmoins par expérience qu'à mesure qu'une économie approche des limites de sa capacité de production, il est nécessaire de réduire le degré de détente monétaire afin d'éviter une intensification des pressions inflationnistes. De fait, les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés, au Canada et ailleurs, reflètent les attentes d'un rajustement des taux directeurs. Le moment et l'ampleur des majorations de taux varieront bien évidemment selon la conjoncture économique de chaque pays.

Au Canada, la réduction de la détente monétaire dépendra de l'évolution des perspectives concernant l'inflation et les pressions s'exerçant sur l'appareil de production. Trois facteurs joueront un rôle particulièrement important à cet égard. Le premier est la taille estimée de l'écart de production. Le deuxième est la progression future des exportations et des importations canadiennes, qu'il est difficile de prédire vu les ajustements en cours à la conjoncture internationale et le profil récent de croissance des échanges commerciaux. Le troisième est l'incidence générale sur l'économie canadienne des variations actuelles et futures des cours mondiaux du pétrole et des produits de base non énergétiques. Outre ces trois facteurs, les préoccupations liées au contexte géopolitique demeurent vives.

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

La reprise de l'activité économique mondiale se poursuit, une expansion vigoureuse ayant été enregistrée aux États-Unis, au Japon et dans les pays à marché émergent d'Asie — en particulier la Chine — au premier trimestre de 2004. Au Canada, le rythme de progression du PIB réel a ralenti pour s'établir à 2,4 % durant cette période, sous l'effet d'une importante correction des stocks, mais on s'attend à ce qu'il ait remonté à environ 4 % au second trimestre (Graphiques 2 et 3). La Banque estime donc que le taux de croissance au premier semestre de 2004 s'est situé aux alentours de 3 1/4 %,

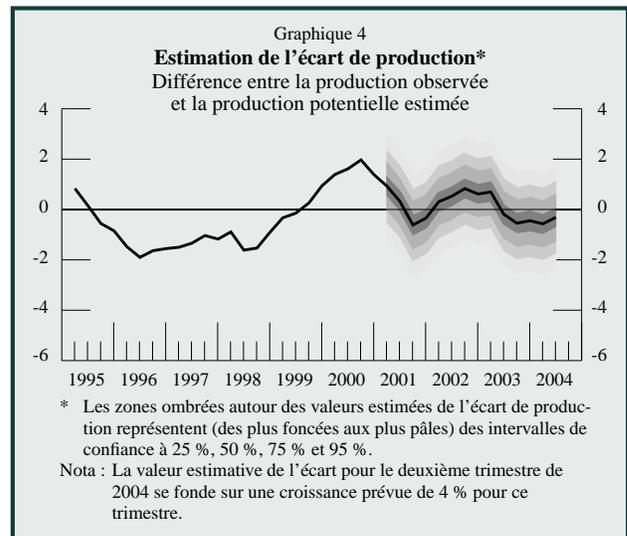




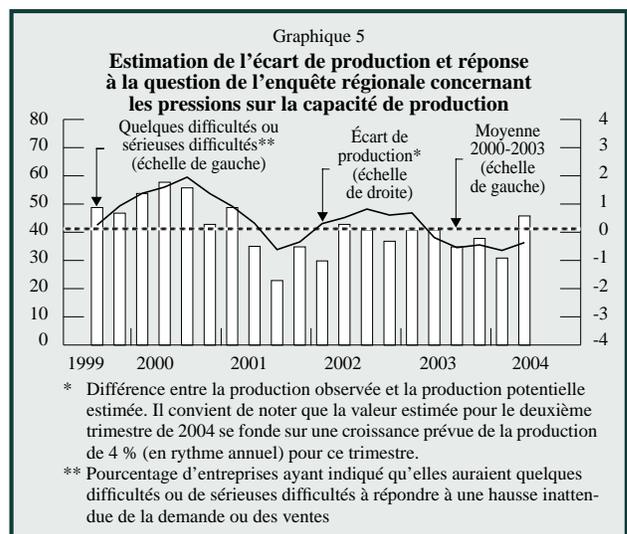
un niveau quelque peu supérieur à celui anticipé dans le *Rapport* d'avril, et que le raffermissement de la demande intérieure finale aussi bien que des exportations a été plus prononcé que prévu.

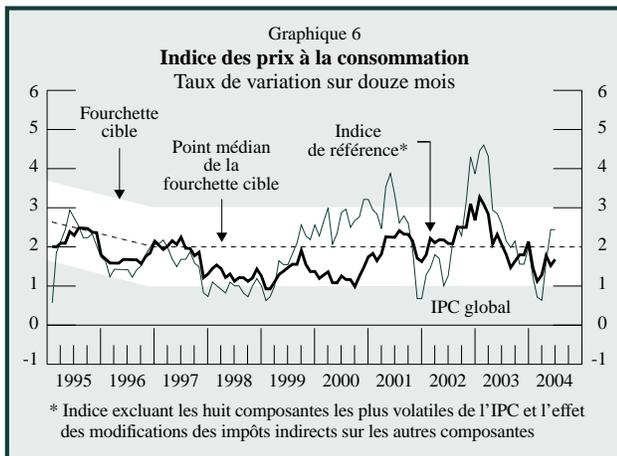
Conjuguée à une modeste révision à la hausse des chiffres du PIB réel du Canada pour 2003¹, cette projection implique un écart de production un peu plus faible au milieu de l'année que celui qui était projeté dans la précédente livraison du *Rapport*. Même si elle reconnaît que toute mesure de l'écart de production est entourée d'un large intervalle de confiance, la Banque considère que celle qu'elle utilise habituellement fournit une appréciation équilibrée de l'offre excédentaire (Graphique 4). Les indicateurs du marché des biens font état d'une intensification des pressions exercées sur l'appareil de production. Par exemple, dans la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, dont les résultats viennent d'être publiés, la proportion des firmes ayant signalé que des pressions se faisaient sentir sur leur capacité de production a excédé la moyenne observée de 2000 à 2003 (Graphique 5). Par contre, certains indicateurs du marché du travail témoignent d'une diminution des pressions sur les capacités de l'économie. Le nombre d'heures travaillées est inférieur au niveau tendanciel et les majorations de salaire restent modérées.

1. Statistique Canada a révisé à la hausse le niveau estimé du taux de croissance réel pour l'année 2003, qui se situe maintenant à 2,0 % en moyenne annuelle, contre 1,7 % initialement.



L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,7 % en juin (Graphique 6), soit au-dessus du niveau que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril — ce qui s'explique en partie par une réduction des primes d'assurance automobile plus lente que prévu à se matérialiser, ainsi que par des hausses des prix des voitures et de la viande ayant dépassé les prévisions. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global a vivement augmenté, en raison du niveau inattendu qu'ont atteint les prix du pétrole brut et de la situation anormalement tendue sur les marchés nord-américains de l'essence. Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC





global s'est établi à 2,5 % en juin, comparativement à 0,7 % en février.

L'ajustement à la conjoncture internationale

Les producteurs canadiens continuent de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au net raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base ainsi qu'au réalignement du dollar É.-U. vis-à-vis de la plupart des grandes monnaies, dont le dollar canadien.

Après avoir culminé à 78,85 cents É.-U. par rapport au billet vert en janvier (un sommet en dix ans), le cours du dollar canadien a touché un creux de 71,41 cents à la mi-mai. Depuis le début de juin, il varie généralement dans une fourchette de 73,5 à 76,5 cents É.-U.

Ces changements, ainsi que les retombées qu'ils ont sur la demande de biens et de services canadiens, entraînent un déplacement de l'activité et de l'emploi entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très ouverts au commerce international se sont attachées à améliorer leur productivité et à réduire leurs coûts.

De décembre 2003 à avril 2004, l'avance de la production au Canada est demeurée particulièrement forte dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Au cours des derniers mois, cependant, les

exportations ont aussi vivement progressé. Ainsi, il paraît probable que même les secteurs très ouverts au commerce international pourraient accroître sensiblement leur production à court terme, en raison de la vigueur de l'expansion économique mondiale. D'ailleurs, les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent que celles-ci envisagent maintenant avec plus d'optimisme la croissance de leurs ventes au cours des 12 prochains mois, tant au pays qu'à l'étranger. Toutefois, l'ajustement de l'économie canadienne à la conjoncture internationale n'est pas terminé.

En outre, il est exceptionnellement difficile, depuis quelque temps, d'expliquer les mouvements du volume des exportations et des importations en se fondant sur leurs déterminants fondamentaux. Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations semblaient se situer bien en deçà de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser croire. Depuis, les exportations ont apparemment regagné le terrain perdu, tandis que le niveau des importations ne s'est que très partiellement rétabli. Compte tenu de cette évolution inusitée et des révisions substantielles auxquelles ces données sont sujettes, il est malaisé de prédire dans quelle mesure les exportations nettes contribueront à l'expansion du PIB réel au cours de la période à venir.

Les perspectives économiques

Les données récentes indiquent un ralentissement de la croissance aux États-Unis. Dans son scénario de référence, la Banque s'attend maintenant à ce que le PIB réel de ce pays s'accroisse d'environ 4 1/2 % en 2004 et 4 1/4 % en 2005. Quoiqu'ils soient inférieurs à ceux contenus dans le *Rapport* d'avril, ces chiffres représentent une solide croissance, soutenue par des dépenses robustes de la part des entreprises et des ménages. Si les perspectives à court terme s'améliorent dans les pays de la zone euro, le risque que le taux d'expansion au cours des deux prochaines années s'établisse

légèrement en deçà de celui prévu dans la livraison d'avril du *Rapport* s'est accentué. Au Japon, en revanche, les perspectives d'une reprise durable se sont renforcées. La vigueur des économies d'Asie continuera de favoriser le redressement de l'économie mondiale, à condition que la Chine réussisse l'atterrissage en douceur de son économie, dont le rythme de croissance actuel n'est pas viable.

Conformément au profil de croissance de l'économie mondiale et aux attentes des marchés financiers, la projection de la Banque repose aussi sur l'hypothèse que les taux d'intérêt vont augmenter dans le monde afin de modérer les pressions inflationnistes à mesure que les différents pays s'approcheront des limites de leur capacité de production.

Depuis quelques mois, les cours mondiaux du pétrole sont beaucoup plus élevés qu'escompté, par suite de la forte demande de pétrole à l'échelle internationale et des tensions accrues au Moyen-Orient. Dans son scénario, la Banque présume que le prix du baril de West Texas Intermediate se situera en moyenne aux alentours de 38 dollars É.-U. au second semestre de 2004 (soit environ 6 dollars É.-U. de plus qu'on ne le supposait en avril), avant de redescendre à 35 dollars É.-U. dans la deuxième moitié de l'an prochain².

On estime que l'expansion de l'économie canadienne d'ici la fin de 2005 proviendra surtout de la demande intérieure (Tableau 1).

Même si la forte demande étrangère implique de nouveaux gains au chapitre des exportations, malgré l'effet modérateur persistant de l'appréciation passée du dollar canadien, il est probable que ces gains seront largement compensés par une accélération du rythme des importations. La croissance vigoureuse des dépenses de consommation devrait être alimentée par la progression des revenus réels. Les dépenses en logement devraient toutefois se ralentir, après une période d'intense activité. On s'attend à ce que les investissements des entreprises continuent de profiter de la solide expansion

2. Les cours du pétrole ont été volatils ces dernières semaines. Les prix au comptant et à terme dépassaient quelque peu le 20 juillet les niveaux que la Banque prend pour hypothèse dans le présent scénario.

	2003	2004	2005
Consommation	1,8	1,8 (1,3)	1,8 (2,1)
Logement	0,4	0,5 (0,3)	0,0 (0,1)
Administrations publiques	0,9	0,5 (0,5)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7 (0,7)	0,9 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	3,5	3,5 (2,8)	3,4 (3,8)
Exportations	-0,9	2,3 (2,1)	1,6 (2,1)
Importations	-1,4	-2,4 (-2,1)	-1,9 (-2,2)
Total partiel : exportations nettes	-2,3	-0,1 (0)	-0,3 (-0,1)
Stocks	0,8	-0,7 (-0,1)	0,4 (0,1)
PIB	2,0 (1,7)	2,7 (2,7)	3,5 (3,8)

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'avril.

de l'économie mondiale, des prix élevés des produits de base, des conditions financières favorables et de la diminution des coûts des machines et du matériel importés.

Dans sa projection, la Banque postule que les administrations publiques maintiendront l'équilibre budgétaire en faisant progresser leurs dépenses à la même cadence que leurs recettes.

Le niveau plus élevé des cours mondiaux du pétrole supposé par la Banque aura tendance à réduire la demande extérieure de produits canadiens et à faire augmenter les coûts de production des entreprises au pays. En revanche, il devrait aussi entraîner une hausse de la production et des dépenses d'investissement des sociétés productrices d'énergie. Par conséquent, l'effet net sur le PIB canadien devrait être à peu près nul.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le PIB réel du Canada progressera en moyenne de quelque 3 1/2 % au second semestre de 2004 et au premier semestre de 2005, avant de redescendre à 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) au deuxième semestre³. En moyenne annuelle, le taux d'augmentation du PIB devrait donc avoisiner 2 3/4 % en 2004 et 3 1/2 % en 2005. Les prévisions de croissance pour l'an prochain sont inférieures à celles formulées en avril, en raison notamment de la révision à la baisse des perspectives aux États-Unis et du ralentissement escompté des dépenses des ménages consacrées aux biens durables et au logement, après la rapide expansion que celles-ci ont connue récemment. Selon ce profil de croissance, on s'attend maintenant à ce que l'économie canadienne atteigne son plein potentiel d'ici le milieu de 2005.

Les perspectives en matière d'inflation

Les perspectives d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution de la livraison d'avril du *Rapport*, la montée imprévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence ces derniers temps étant surtout attribuable à des facteurs temporaires. Le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait rester un peu au-dessus de 1,5 % jusqu'à la fin de 2004, puis remonter progressivement à la cible de 2 % avant la fin de 2005 (Tableau 2).

3. Les variations trimestrielles du PIB pourraient être influencées par les fluctuations des investissements en stocks.

La présence de capacités excédentaires d'ici le milieu de l'année prochaine contribuera sans doute à maintenir jusqu'à la fin de 2005 l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux de 2 % attendu à long terme. L'appréciation passée du dollar canadien devrait aussi continuer à exercer de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant le reste de 2004.

Les perspectives concernant le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global seront influencées encore dans une large mesure par le comportement des cours du pétrole brut. Étant donné les perspectives d'évolution du prix du baril de West Texas Intermediate, le rythme d'augmentation de l'IPC global devrait demeurer supérieur à 2 % pendant le reste de l'année, avant de descendre légèrement sous celui de l'indice de référence au second semestre de 2005.

	2004			2005		2006
	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.
Indice de référence	1,7 (1,4)	1,7 (1,6)	1,6 (1,6)	1,8 (1,7)	1,9 (1,9)	2,0
IPC global	2,2 (1,7)	2,2 (1,7)	2,2 (1,7)	1,8 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7
WTI** (niveau)	38 (33)	38 (32)	38 (32)	36 (32)	35 (30)	33

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril)

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