



BANQUE DU CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2005

# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

## L'outil de la politique monétaire

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

## Les cibles

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

## Le suivi de l'inflation

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

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

5282  
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2005 —

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

L'économie canadienne a dû s'adapter aux brusques fluctuations non seulement de la valeur externe de notre dollar mais aussi de la demande étrangère de beaucoup de nos biens et services. Les cibles d'inflation fournissent à la Banque une ligne directrice solide pour faire face à l'appréciation de la monnaie, ce qui nous permet de nous concentrer sur la stabilisation macroéconomique au moment où les divers secteurs de l'économie composent avec le choc de taux de change.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada  
21 mars 2005*

# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Vue d'ensemble</b> .....	5
<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 ....	9
<b>3. L'évolution financière</b> .....	22
Les conditions du crédit .....	22
Les courbes de rendement et le taux de change .....	24
<b>4. Les perspectives</b> .....	26
La conjoncture internationale .....	26
La demande et l'offre globales au Canada ...	30
Les mesures des attentes relatives à l'inflation .....	33
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation .....	33
L'incidence de l'expansion monétaire .....	34
Les prévisions relatives à l'inflation .....	35
<b>Bibliographie</b> .....	37
<b>Notes techniques</b>	
1. L'ajustement économique et la croissance de la productivité .....	15
2. L'émergence des économies asiatiques : conséquences pour le Canada .....	29

## **Avant-propos : Dix années de publication du *Rapport sur la politique monétaire***

Il y a dix ans ce printemps, la Banque du Canada lançait sa nouvelle publication semestrielle, le *Rapport sur la politique monétaire*.

Dans l'introduction de la toute première livraison, on pouvait lire ce qui suit :

Le contenu de ce rapport reflète le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire que définissent les trois éléments suivants : i) un objectif clair; ii) une perspective à moyen terme (les mesures de politique monétaire ne faisant sentir pleinement leurs effets sur l'économie qu'avec un long décalage); iii) la reconnaissance du fait que la politique monétaire exerce son action par le jeu des taux d'intérêt et du taux de change.

La politique monétaire menée au Canada a pour objet ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. La stabilité des prix est donc un moyen de parvenir à une fin et non une fin en soi.

Le cadre de mise en œuvre de notre politique a été perfectionné au cours des années, mais les énoncés ci-dessus demeurent aussi pertinents aujourd'hui qu'ils l'étaient en 1995. La décennie écoulée est celle où le Canada a affiché la plus longue période de bons résultats économiques des 35 dernières années. Le régime explicite de cibles d'inflation en vigueur au pays a grandement contribué à cette réalisation. L'introduction du *Rapport sur la politique monétaire* a constitué un pas déterminant vers la transparence de la conduite de la politique monétaire par la Banque. Les changements apportés au fil du temps en vue de rendre le *Rapport* plus limpide ont permis à celui-ci de continuer à améliorer nos communications avec le public.

Le Conseil de direction

## 1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives de la poursuite d'une croissance vigoureuse sont assez favorables, surtout à court terme. Dans ce contexte, les prévisions pour l'économie canadienne d'ici la fin de 2006 demeurent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux principaux changements en cours sur la scène internationale, notamment le réaligement des devises engendré par les déséquilibres mondiaux, la hausse des prix de l'énergie et des produits de base non énergétiques ainsi que la concurrence grandissante livrée par les pays à marché émergent.

Les ajustements sectoriels qui s'opèrent au pays en réponse à ces changements deviennent plus manifestes. De nombreuses industries productrices de matières premières sont en expansion, alors que les entreprises de certains autres secteurs ouverts au commerce international subissent des pressions associées à l'appréciation du huard et à la concurrence étrangère. Dans l'ensemble, le volume des exportations nettes bride l'activité. Mais grâce au dynamisme de la demande intérieure, quelques secteurs, dont le commerce de détail et de gros ainsi que le logement, connaissent une forte croissance. La politique monétaire canadienne continue de faciliter le processus d'ajustement en visant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près de son plein potentiel. La Banque estime que celle-ci fonctionne encore légèrement en deçà des limites de sa capacité de production.

Après avoir enregistré une augmentation notable en 2003 et en 2004, le cours du dollar canadien fluctue depuis le début de cette année à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 80 et 83 cents É.-U. environ.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion annualisé de quelque 2 1/2 % au premier semestre de 2005 et de 3 % au second. L'activité devrait s'accroître à un rythme avoisinant 3 1/2 % tout au long de 2006, amenant ainsi l'économie à tourner de nouveau à plein régime au second semestre de l'an prochain.

En moyenne annuelle, la croissance s'établirait aux alentours de 2 1/2 % en 2005, soit un niveau légèrement inférieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de janvier, tandis que la projection pour 2006 reste à peu près inchangée, à environ 3 1/4 %.

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 12 avril 2005.*

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

7 décembre — taux maintenu à 2,5 %

25 janvier — aucune modification

1<sup>er</sup> mars — aucune modification

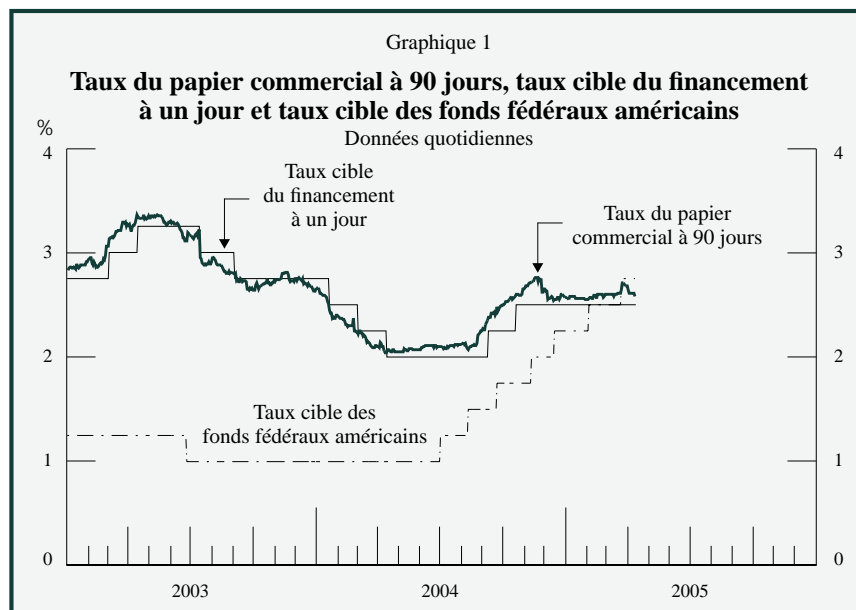
12 avril — aucune modification

La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à la cible de 2 % vers la fin de l'an prochain. Selon le scénario établi à partir des cours à terme du pétrole, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait rester légèrement au-dessus de 2 % cette année et descendre un peu en deçà de ce niveau au deuxième semestre de 2006.

On prévoit que la croissance de l'économie canadienne cette année et l'an prochain proviendra principalement de la demande intérieure, les exportations nettes ayant un effet modérateur sur l'activité. Afin de continuer à soutenir la demande globale, la Banque a décidé de maintenir à 2,5 % le taux cible du financement à un jour aux dates d'annonce préétablies du 1<sup>er</sup> mars et du 12 avril. À la lumière de la projection de la Banque, une réduction du degré de détente monétaire sera requise au fil du temps.

Les perspectives des économies mondiale et canadienne demeurent entachées de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et d'incertitudes. Parmi ces risques, mentionnons le rythme d'expansion en Asie ainsi que la trajectoire des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques. Un autre risque concerne la résorption des déséquilibres des balances courantes, notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister.

La plupart des incertitudes liées aux perspectives pour le Canada continuent d'avoir trait à la façon dont l'économie s'ajuste aux modifications des prix relatifs associées aux principaux changements en cours sur la scène internationale.





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

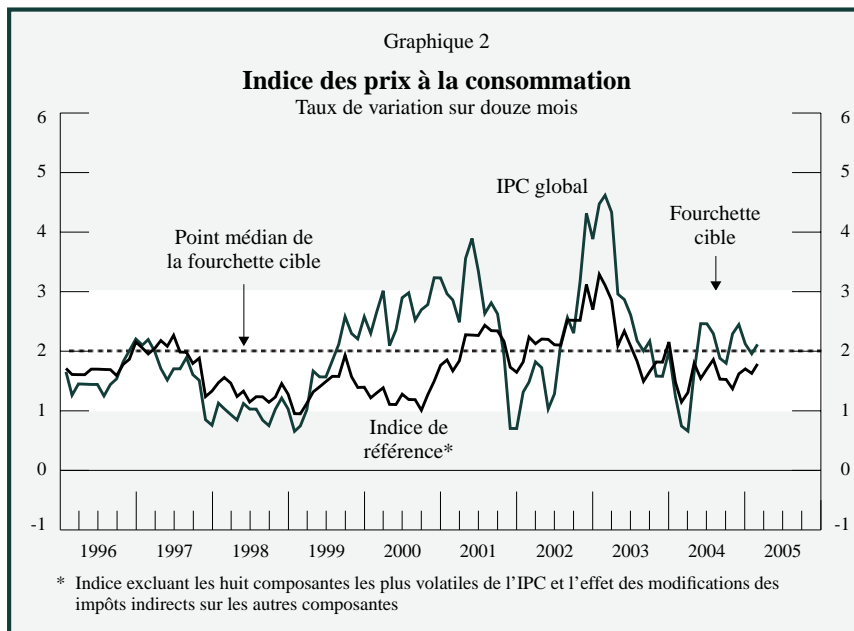
Au cours de la dernière année, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été relativement stable, oscillant dans une fourchette de 1,5 à 1,8 %. L'escalade des cours du pétrole brut observée depuis la fin de 2003 a fait monter le taux d'accroissement moyen de l'IPC global à un peu plus de 2 % pendant la même période.

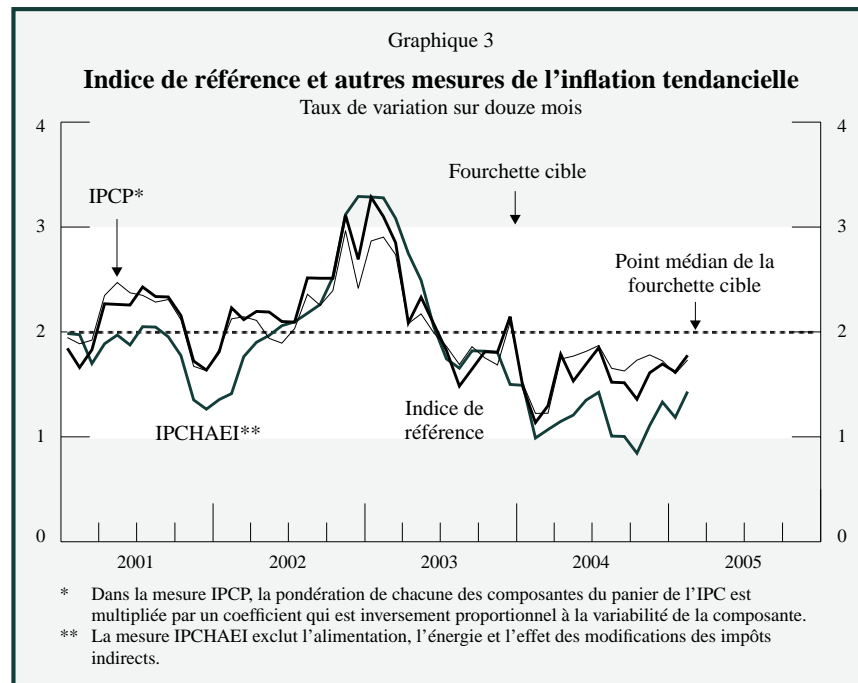
***L'inflation mesurée par l'indice de référence a oscillé dans une fourchette de 1,5 à 1,8 %.***

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

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,5 % en août 2004 à 1,8 % en février, demeurant ainsi en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque (Graphique 2)<sup>1</sup>. Cette hausse correspond essentiellement à celle qui avait été évoquée dans la *Mise à jour* de janvier. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

La présence de capacités excédentaires modestes au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et de 2004 a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence un peu en deçà du taux attendu à plus long terme. Un repli additionnel des prix de nombreux biens à forte teneur en importations, attribuable à l'appréciation du dollar canadien et à la baisse continue des cours mondiaux de certains produits de consommation, a également continué à tirer vers le bas l'inflation





mesurée par l'indice de référence durant la période. Le taux d'augmentation du coût de remplacement par le propriétaire, une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence, a aussi légèrement reculé depuis juillet 2004 en raison de la hausse moins rapide, en glissement annuel, des prix des logements neufs. Les variations des prix des automobiles attribuables aux modifications des programmes d'incitation à l'achat offerts par les fabricants expliquent une bonne part des mouvements à court terme enregistrés par l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le milieu de 2004.

***Le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 % depuis août 2004.***

Depuis août 2004, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est établi, en moyenne, juste au-dessus de 2 %. Le niveau plus élevé de ce taux par rapport à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence est dû surtout à l'incidence de la hausse substantielle des prix des produits énergétiques sur certaines composantes de l'IPC. En février, notamment, on a observé de fortes majorations des prix de détail de l'essence, du mazout, du gaz naturel et du transport interurbain par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

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.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale

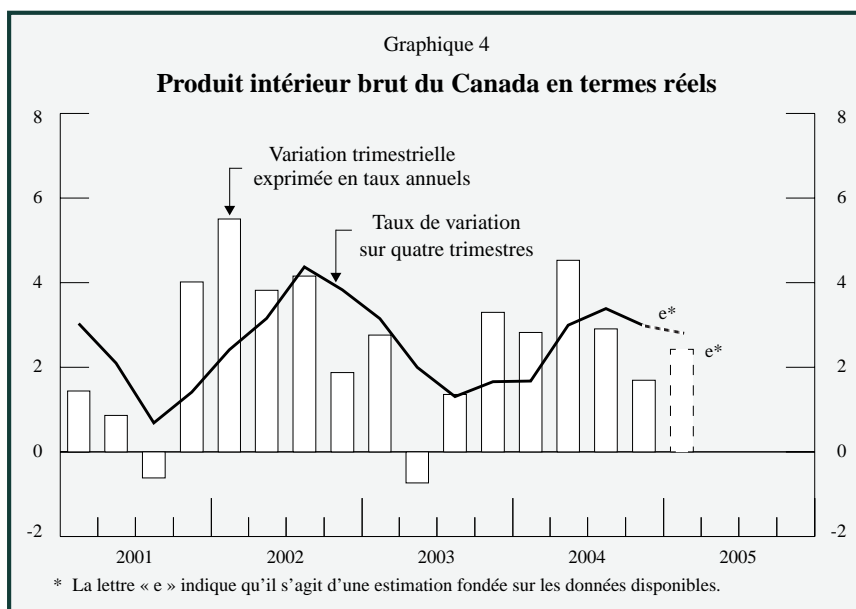
Comme on s'y attendait au moment de la livraison du *Rapport* d'octobre, le PIB réel du Canada a progressé de 2,9 % en rythme annualisé au troisième trimestre de 2004 (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance de l'économie a décéléré pour s'établir à 1,7 %, en glissement annuel, ce qui est inférieur aux taux avancés dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier. Au deuxième semestre de 2004, les exportations ont été beaucoup plus faibles dans l'ensemble qu'on ne l'avait projeté, mais leur ralentissement a été partiellement compensé par des investissements en stocks étonnamment élevés. On estime que l'expansion de l'activité au premier trimestre de 2005 a probablement été de l'ordre de 2 1/2 %.

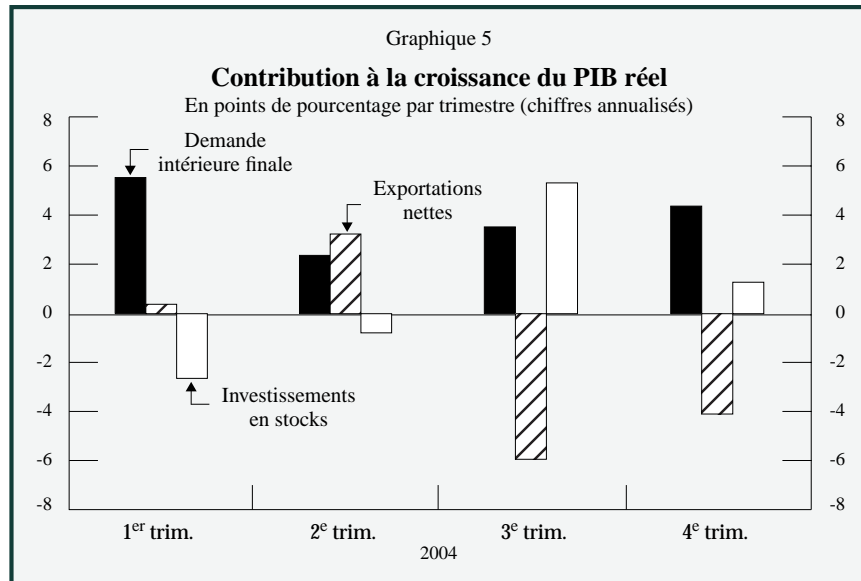
La demande intérieure finale s'est maintenue sur sa forte lancée durant la deuxième moitié de 2004. En réaction à cette avance et aux craintes de retards dans les livraisons, les investissements en stocks se sont nettement accrus. En revanche, le volume des exportations nettes a fléchi (Graphique 5).

Les exportations canadiennes ont accusé une chute marquée au second semestre de l'an dernier. Même si ce recul reflète en grande partie le renversement de l'essor surprenant enregistré au premier semestre, il traduit, plus fondamentalement, la poursuite du processus d'ajustement à l'appréciation passée du dollar canadien. Celui-ci a été particulièrement manifeste dans les composantes des exportations où la différenciation des produits est marquante (Graphique 6). De fait, durant les six derniers mois de l'an dernier,

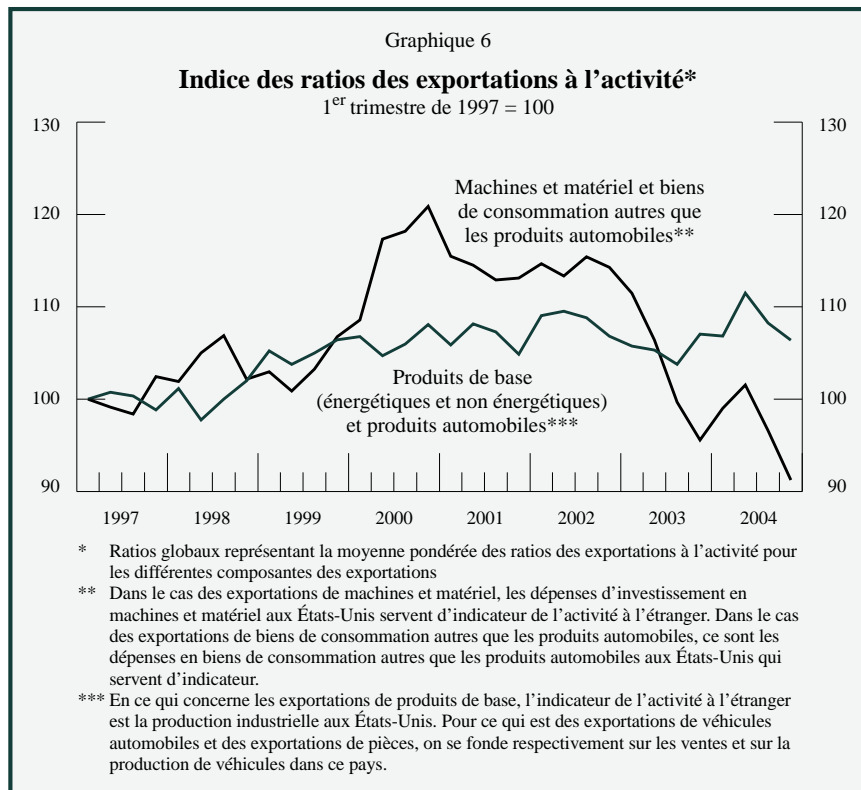
***La croissance de l'activité économique au quatrième trimestre a été inférieure aux prévisions.***

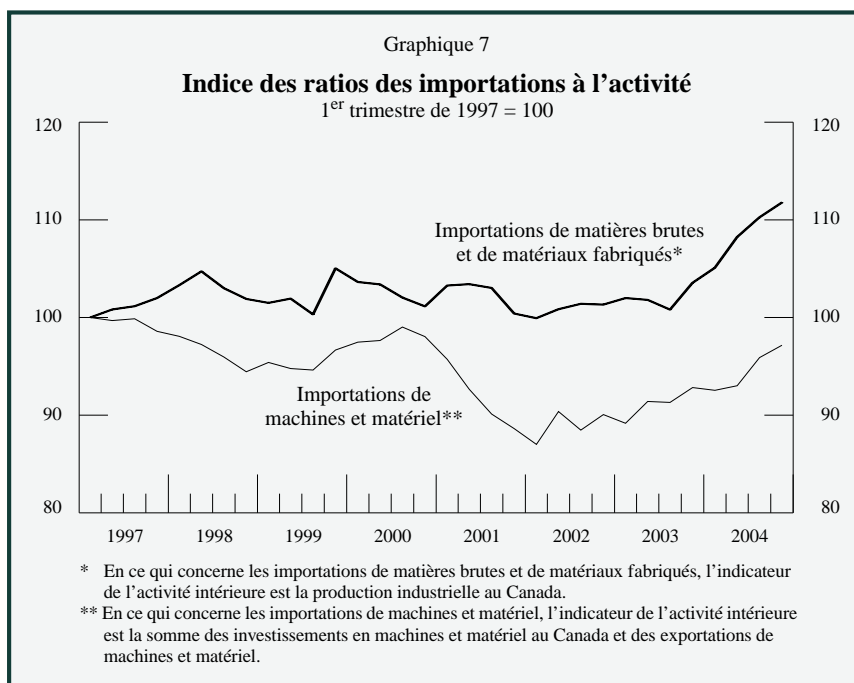
***Les exportations ont reculé au deuxième semestre de 2004, en raison notamment de l'appréciation antérieure du dollar canadien.***





les exportations en volume de machines, de matériel et de produits autres que ceux de l'industrie automobile ont repris, par rapport aux indicateurs de l'activité à l'étranger, le fort mouvement de baisse qui s'était amorcé en 2003. Par contre, malgré les fluctuations enregistrées pendant l'année, les exportations de produits de base en proportion de la production industrielle américaine





étaient, à la fin de 2004, sensiblement au même niveau qu'en 2003. Les exportations de produits automobiles ont peu varié également durant la dernière année par rapport aux indicateurs de l'activité dans l'industrie automobile aux États-Unis.

Au chapitre des composantes de la demande intérieure finale, signalons que les investissements des entreprises ont crû à un rythme beaucoup plus vif vers la fin de l'année. Les dépenses des ménages ont aussi augmenté considérablement grâce à la détente monétaire en place et aux gains soutenus observés au chapitre des revenus réels.

La poussée de la demande intérieure finale a été satisfaite en partie par une hausse appréciable des importations. L'accroissement des investissements en stocks a aussi contribué à stimuler les importations. Le volume des importations a affiché une progression marquée par rapport aux indicateurs de l'activité intérieure, surtout au titre des machines et du matériel ainsi que des matières brutes et des matériaux fabriqués, laquelle tient en partie à l'appréciation du dollar canadien et à une concurrence grandissante de la part des pays à marché émergent où les coûts sont faibles (Graphique 7)<sup>2</sup>.

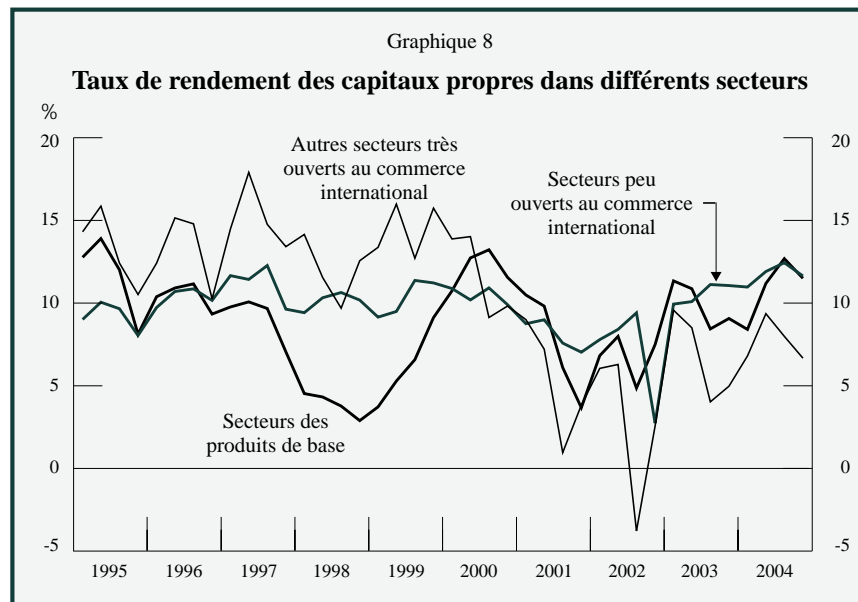
2. On estime toujours que les importations se situaient en deçà du niveau correspondant à leurs valeurs fondamentales de long terme à la fin de 2004, puisque leur ajustement à l'appréciation cumulative considérable du dollar canadien n'était que partiel. Toutefois, de nouvelles études économétriques sur les importations, dans lesquelles on remplace la variable relative au revenu global par des composantes individuelles de la demande, semblent indiquer que l'écart par rapport aux valeurs fondamentales de long terme est sensiblement plus faible que celui qui est décrit dans la Note technique 3 du *Rapport* d'octobre.

## L'ajustement à la conjoncture internationale

**Plus de signes témoignent des ajustements auxquels procèdent les entreprises face aux grands changements en cours sur la scène internationale...**

L'économie canadienne continue de s'adapter aux grands changements en cours sur la scène internationale, dont le réaligement prononcé des monnaies, y compris du dollar canadien; les cours élevés du pétrole brut et des produits de base non énergétiques; et l'incidence grandissante de l'essor de la Chine et de l'Inde sur l'économie mondiale. Depuis la parution de la livraison d'octobre du *Rapport*, de nouveaux signes sont venus témoigner de l'effet sectoriel de ces facteurs et de la réaction des entreprises touchées.

Au cours des trois premiers trimestres de 2004, la solide expansion de l'activité à l'échelle mondiale a accru la rentabilité dans la plupart des secteurs très ouverts au commerce international (Graphique 8)<sup>3</sup>. Au dernier trimestre de l'an dernier, cependant, les marges bénéficiaires se sont rétrécies dans beaucoup de ces secteurs en raison du repli de la demande extérieure de produits canadiens et de l'appréciation supplémentaire du dollar canadien observée à partir du milieu de 2004. Résultat, le niveau



3. On calcule l'ouverture nette au commerce international en ajoutant à la part de la production qui est exportée celle de la consommation intérieure qui est satisfaite par les importations, et en retranchant du résultat obtenu celle des intrants importés dans la production. Un secteur qui affichait un taux d'ouverture nette d'au moins 0,5 en 2001 est considéré comme étant fortement exposé à la concurrence ou au commerce international.

d'activité global des secteurs fortement exposés à la concurrence étrangère n'a affiché qu'une croissance marginale du mois d'août 2004 à janvier 2005. En revanche, la production a enregistré de nouveaux gains substantiels dans la plupart des industries peu exposées à cette concurrence, telles que le logement, le commerce de détail et de gros, la finance, l'assurance et l'immobilier. Certaines d'entre elles ont également bénéficié de la baisse des coûts des produits importés.

On peut s'attendre à ce que l'évolution à l'échelle internationale entraîne un déplacement important de l'activité entre les grandes branches de l'économie canadienne, en bonne partie sous l'effet des réaffectations majeures des dépenses d'investissement au niveau sectoriel en réaction aux changements persistants attendus au chapitre de la rentabilité.

Dans ce contexte, la hausse cumulative la plus marquée des dépenses et des intentions d'investissement, pour 2004 et 2005, a été enregistrée par les industries productrices de matières premières, qui bénéficient du redressement marqué des cours mondiaux des produits de base et de la perspective que ce renchérissement se poursuive un certain temps (Tableau 1). L'augmentation des investissements est particulièrement prononcée dans les secteurs de l'extraction pétrolière et gazière, des activités minières et de la fabrication de produits en bois. La vive progression de la demande intérieure finale ces dernières années a aussi fait bondir les dépenses d'investissement dans de nombreux secteurs peu ouverts au commerce international, notamment la production d'électricité, la finance et les assurances, l'information et la culture, et les produits raffinés du pétrole. En outre, dans beaucoup d'industries productrices de matières premières ou peu exposées aux échanges internationaux, une part importante de la hausse des dépenses d'investissement a été consacrée à l'accroissement des capacités de production.

Par contre, des pressions à la baisse prolongées pourraient bien s'exercer sur la rentabilité dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres produits de base), en raison principalement de la montée du dollar canadien et de la concurrence grandissante livrée par des pays tels que la Chine et l'Inde. Par conséquent, les investissements dans ces industries semblent viser l'abaissement des coûts et l'amélioration de la compétitivité plutôt que l'augmentation de la capacité de production.

*... comme le montre la composition sectorielle des dépenses d'investissement des entreprises.*

<b>Tableau 1</b>			
<b>Dépenses d'investissement en dollars courants</b>			
Variation annuelle en pourcentage			
Secteur	2003	2004	2005
Ensemble du secteur privé	2,9	6,5	8,8
Extraction pétrolière et gazière	13,9	8,2	12,0
Autres industries productrices de matières premières	6,1	6,0	12,9
Autres secteurs manufacturiers très ouverts à la concurrence ou au commerce international*	1,4	-3,5	10,9
Secteurs peu ouverts au commerce international	-0,4	7,2	7,0

\* Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

Source : Statistique Canada, *Investissements privés et publics au Canada, Perspectives 2005*

De façon plus générale, les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* que mène périodiquement la Banque indiquent que beaucoup de firmes désavantagées par les changements survenus sur la scène internationale prennent diverses mesures dans le but d'accroître leur productivité et de diminuer leurs coûts. Par exemple, un nombre croissant de producteurs choisissent de comprimer leurs coûts en augmentant leurs importations d'intrants en provenance d'Asie. D'autres s'ajustent à l'appréciation du dollar canadien en délaissant graduellement la production de biens et services peu rentables pour se concentrer sur celle de produits et services offrant de meilleurs rendements.

L'adaptation des entreprises à l'évolution de la conjoncture économique mondiale a aussi continué de se refléter dans les modifications de la composition sectorielle de l'emploi. Depuis la fin de 2003, l'emploi a eu tendance à progresser dans les secteurs des produits de base et dans ceux qui sont peu exposés à la concurrence étrangère alors qu'il a chuté dans les branches de l'industrie manufacturière très ouvertes aux échanges internationaux, sous l'effet, dans une certaine mesure, de la substitution du travail en faveur du capital afin de réduire les coûts. Les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiés au printemps révèlent que la croissance de l'emploi au cours des douze prochains mois sera concentrée dans le secteur des services.

Cette réaffectation du capital et du travail implique des coûts d'ajustement pouvant entraîner un ralentissement temporaire du rythme d'accroissement de la productivité et, par conséquent, de celui de la production potentielle (Note technique 1).



## Note technique 1

**L'ajustement économique et la croissance de la productivité**

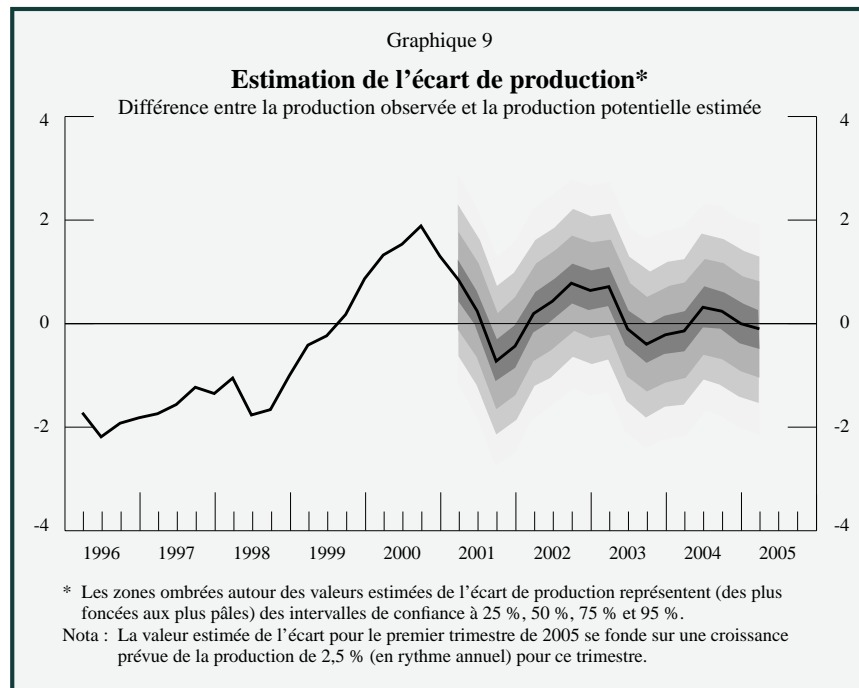
L'économie canadienne s'ajuste aux changements importants en cours sur la scène mondiale, notamment le réalignement des devises, y compris du dollar canadien, et l'escalade des prix des matières premières. Ces chocs sont en grande partie d'ordre structurel et impliquent que le capital et la main-d'œuvre seront davantage affectés à la production de matières premières et de biens et services non échangeables plutôt qu'à la fabrication de biens non tributaires des produits de base. Cette réaffectation exigera toutefois un certain temps, et la croissance de la productivité pourrait être moins élevée durant la période d'adaptation.

Dans bien des cas, les entreprises s'assurent d'abord que les effets du choc sont permanents avant de réaménager leurs effectifs. Les travailleurs qui possèdent des compétences liées à une industrie particulière pourraient avoir besoin d'un recyclage ou d'autres formes d'aide pour devenir pleinement fonctionnels dans les secteurs économiques en expansion. Il se peut que ces travailleurs doivent changer de lieu de travail et qu'une fois en poste, ils mettent un certain temps à acquérir les compétences propres à l'entreprise qui sont souvent associées aux gains de productivité. Ainsi, les importants déplacements de la main-d'œuvre entre les secteurs ont tendance au départ à freiner la croissance de la productivité.

En ce qui concerne le capital, il existe généralement des délais entre la décision d'investir, l'acquisition du capital et l'intégration de celui-ci au processus de production, que ce soit pour accroître les capacités ou pour rendre la production plus efficiente. Lorsque l'investissement porte sur les machines et le matériel plutôt que sur les bâtiments et les ouvrages de génie, les coûts d'ajustement sont un facteur important à considérer. Ainsi, malgré les investissements substantiels dans les technologies de l'information et des communications (TIC) au cours de la dernière décennie, la croissance de la productivité est d'abord demeurée anémique, surtout à l'extérieur du secteur de la production des TIC. Cette situation tient au fait que des investissements physiques dans les nouvelles technologies ne suffisent pas à réaliser des gains de productivité généralisés. Les entreprises doivent former leurs employés à l'utilisation des nouvelles technologies ou attendre d'embaucher de nouveaux diplômés à mesure qu'ils sont disponibles. Elles peuvent également être contraintes de réorganiser leur milieu de travail pour tirer pleinement parti de ces technologies. Les coûts d'ajustement qui en résultent provoquent une baisse temporaire de la production mesurée et, partant, de la croissance de la productivité jusqu'à la fin de la période d'adaptation. Il peut s'écouler quelques années avant que l'investissement dans les nouvelles technologies ne se traduise par une accélération de la productivité.

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

À la fin de 2004, le niveau de l'activité économique était conforme dans l'ensemble à celui auquel la Banque s'attendait dans la *Mise à jour* de janvier. Bien que la croissance de la production au quatrième trimestre de 2004 ait été un peu moins vive que prévu, ce résultat a été en grande partie compensé par les révisions à la hausse des chiffres de Statistique Canada sur le rythme de l'expansion plus tôt dans l'année. Parallèlement, l'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse pour l'année 2004 par rapport à celle qu'elle avait utilisée pour la *Mise à jour* de janvier<sup>4</sup>. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de cette mesure, l'économie tournait à peu près à plein régime au quatrième trimestre de 2004, et non quelque peu en deçà de ses capacités effectives, comme on l'estimait en janvier (Graphique 9).



D'autres indicateurs font état de pressions plus grandes sur l'appareil de production que ne le laissent supposer les mesures

4. On estime maintenant que le taux annuel d'augmentation de la production potentielle était de 2,7 % en 2004, alors qu'on l'évaluait à 2,9 % à l'époque de la *Mise à jour*.

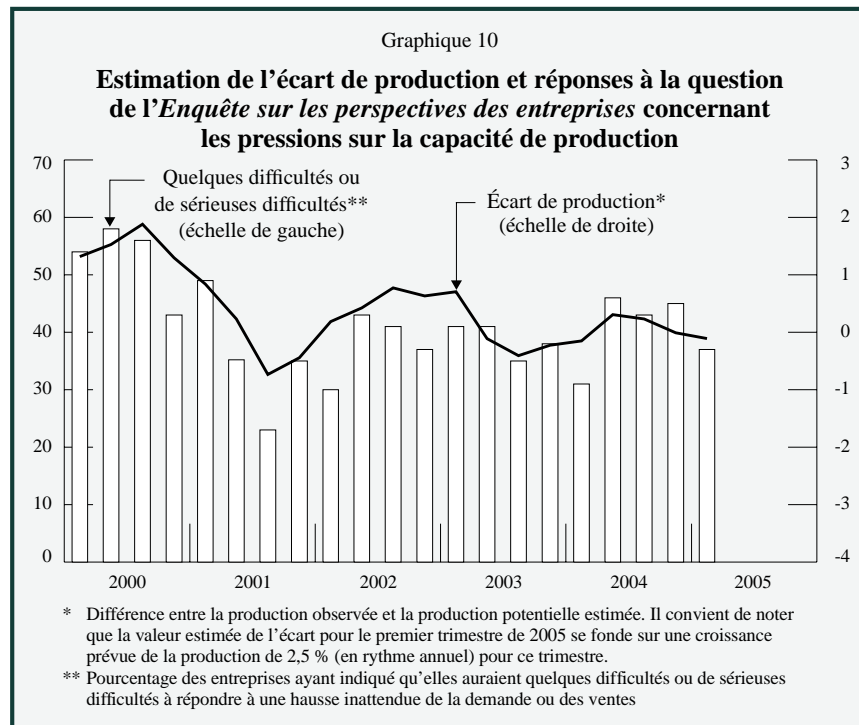
usuelles. Par exemple, l'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles au quatrième trimestre de 2004 est demeurée considérablement plus élevée que la moyenne calculée pour la période de 2000 à 2003, la croissance de ces capacités s'étant avérée relativement lente au cours des dernières années en raison de la faiblesse des dépenses d'investissement et de la mise au rancart de certaines capacités non rentables par suite de modifications des prix relatifs.

Il importe toutefois de souligner que, selon plusieurs autres indicateurs, la marge de capacités excédentaires serait plus importante que ne le laisse croire la mesure habituelle. Dans l'ensemble, en effet, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 %, le point médian de la fourchette cible, depuis le milieu de 2003. De même, les augmentations salariales sont restées très modérées et la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à satisfaire un accroissement imprévu de la demande a été inférieure à la moyenne d'après les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* parue au printemps.

En raison du processus d'ajustement continu aux changements survenus sur la scène mondiale, le volume des capacités inutilisées varie d'un secteur et d'une région à l'autre. Mais la politique monétaire doit tenir compte de l'économie dans son ensemble.

L'examen que fait la Banque de tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, y compris les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*, l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche un excédent légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle (Graphique 10). Ce point de vue sur la taille de l'écart de production actuel est similaire à celui que la Banque formulait dans la *Mise à jour* de janvier.

***La Banque estime que l'écart de production est légèrement supérieur à ce que laisse entrevoir sa mesure habituelle.***



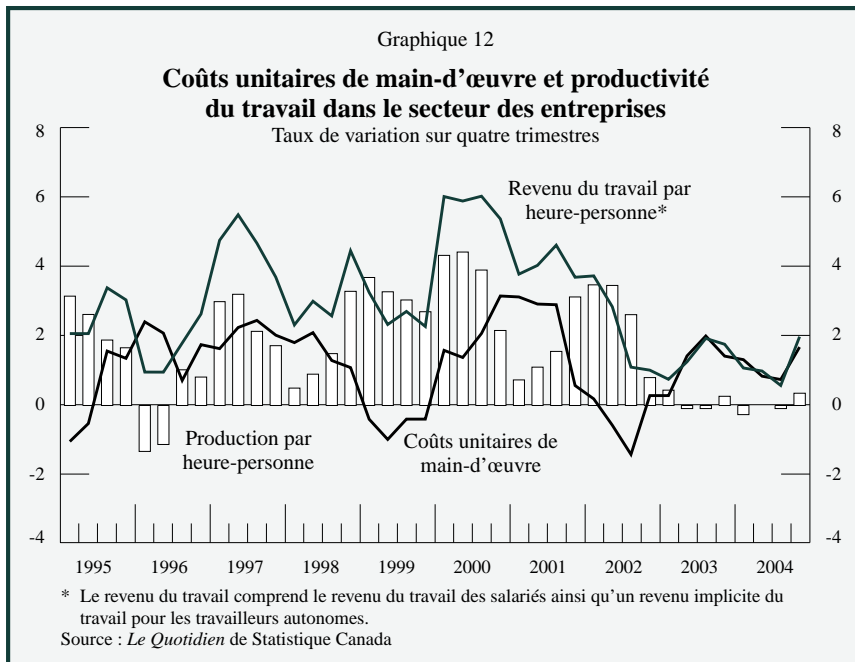
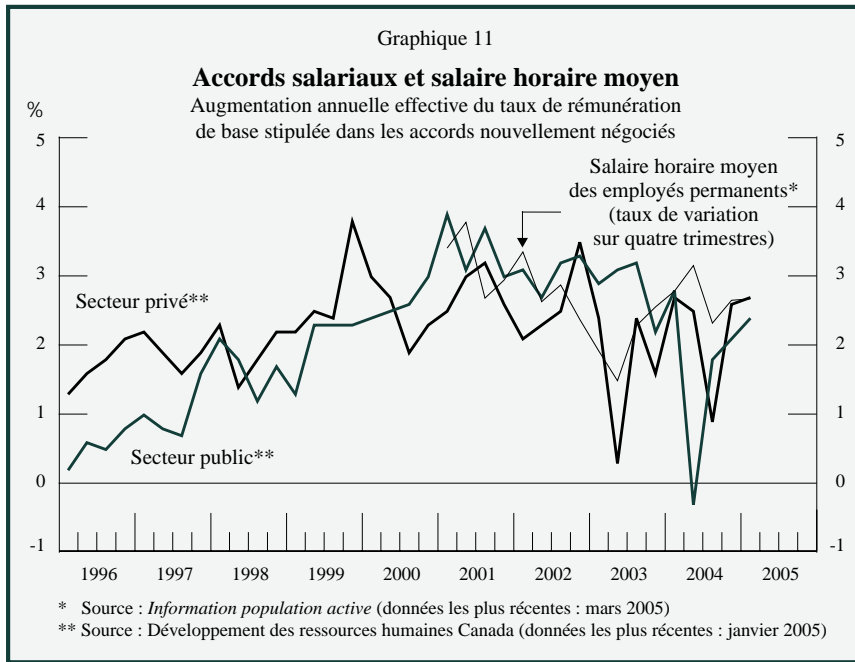
### La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents, semble s'être maintenu dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le milieu de 2004 (Graphique 11). Le rythme d'accroissement en glissement annuel d'une autre mesure des salaires, soit le revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, était quelque peu inférieur, s'établissant à 2 % à la fin de l'année.

Il reste que la situation varie considérablement d'une région à l'autre du pays. Dans l'Ouest, par exemple, où les pénuries de main-d'œuvre sont plus fréquentes, les hausses salariales ont généralement été supérieures à celles accordées ailleurs au pays.

La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont augmenté d'un peu moins de 2 % au quatrième trimestre de 2004 comparativement aux niveaux où ils se situaient un an plus tôt (Graphique 12). De fait, la croissance de la productivité était étonnamment faible en 2003 et en 2004, accusant ainsi un ralentissement marqué par rapport à la moyenne enregistrée à ce chapitre entre 1998 et

***Au quatrième trimestre, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté d'un peu moins de 2 % par rapport à ce qu'ils étaient un an plus tôt.***



***La croissance du revenu a été stimulée par l'amélioration des termes de l'échange.***

2002<sup>5</sup>. Ce tassement a touché tous les secteurs et il tranche nettement avec ce qui se produit aux États-Unis<sup>6</sup>. L'hypothèse utilisée par la Banque au sujet du rythme de progression de la productivité dans son scénario de référence est présentée à la section 4 du présent *Rapport*.

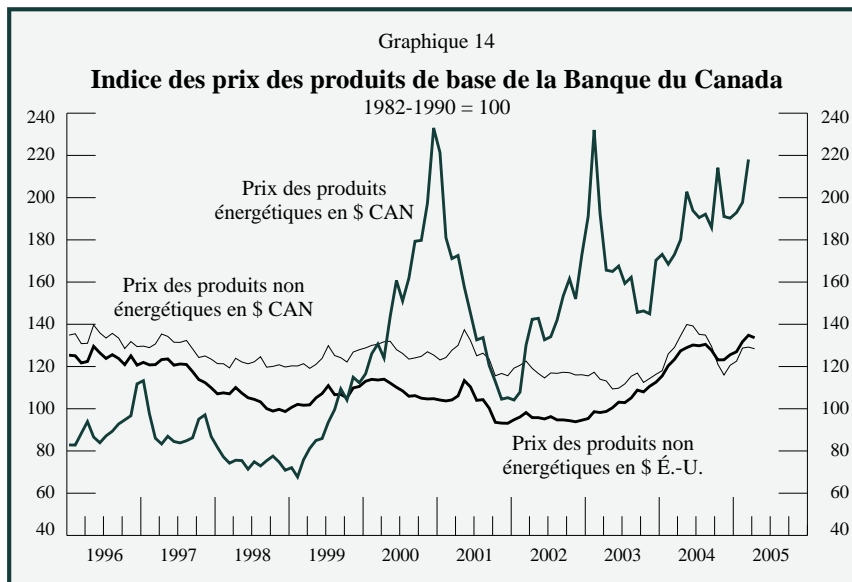
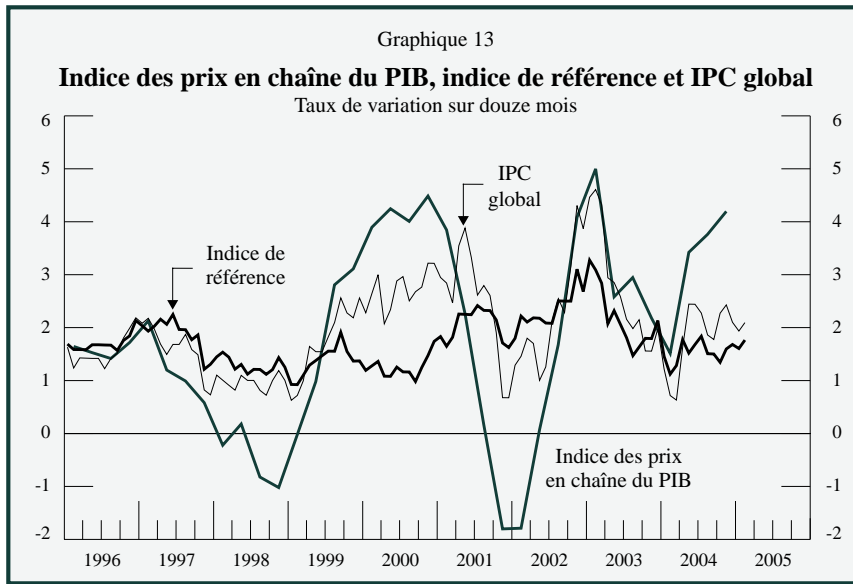
Grâce à l'envolée des prix mondiaux des exportations canadiennes de produits énergétiques et de nombreuses matières industrielles, les termes de l'échange du Canada se sont améliorés considérablement en 2004<sup>7</sup>. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) a augmenté de 4,2 % entre les quatrièmes trimestres de 2003 et de 2004 (Graphique 13). En comparaison, les prix des biens et services achetés par les Canadiens se sont accrus de 2 % au cours de la même période. L'amélioration des termes de l'échange a ainsi donné lieu à une hausse notable du revenu réel, qui s'est reflétée dans la montée des profits des entreprises et des recettes fiscales de l'État.

Le cours du pétrole brut s'est encore élevé depuis la fin de 2004, les prévisions concernant la demande mondiale de pétrole ayant été révisées à la hausse et les projections relatives à l'offre en provenance des pays hors OPEP ayant été revues à la baisse. Les prix des produits de base non énergétiques se sont également accrus depuis la fin de 2004 (Graphique 14). Le renforcement de la demande a contribué à un renchérissement du bois d'œuvre et de la pâte à papier. Parallèlement, la vigueur persistante de la demande mondiale et un certain nombre de réductions envisagées de la production ont donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

5. Il ne faut pas perdre de vue que les estimations relatives à la croissance de la productivité pour 2003 et 2004 publiées par Statistique Canada sont préliminaires et susceptibles d'être révisées à mesure que des données de référence plus fiables deviendront disponibles.

6. Il serait étonnant que des coûts d'ajustement comme ceux décrits dans la Note technique 1 aient contribué de façon notable au ralentissement signalé.

7. Durant les trois dernières années, les termes de l'échange du Canada ont grimpé d'un peu plus de 16 %.



### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

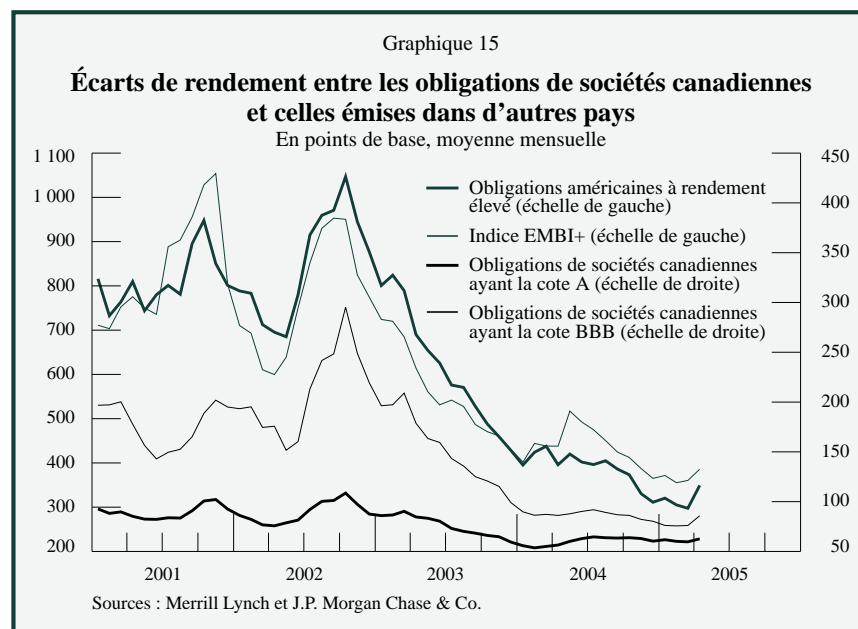
**Les conditions financières dans le monde sont restées très favorables...**

Les conditions financières dans le monde et au Canada sont restées très favorables depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci avoisinent des creux historiques. Un redressement a été observé au cours des derniers mois sur les marchés boursiers, où la volatilité est demeurée faible. Sous l'effet de l'assainissement constant des bilans des banques canadiennes, de la vive concurrence que se livrent les établissements de crédit et de la demande de financement modeste, les modalités des prêts bancaires ont continué de s'assouplir au pays. L'accélération de la croissance du crédit aux entreprises se poursuit, en raison surtout de la vigueur de l'offre. Parallèlement, la robuste expansion du crédit aux ménages est soutenue aussi bien par l'offre que par la demande.

#### Les conditions du crédit

**... ce qui se reflète sur les conditions du crédit aux entreprises au Canada.**

Au Canada, comme sur la scène internationale, les conditions du crédit aux entreprises sont assez avantageuses. Sur les marchés financiers, la demande de produits offrant des rendements supérieurs mais comportant un risque un peu plus élevé reste forte. Elle est alimentée par les bénéfices relativement importants des sociétés et les faibles rendements des titres du gouvernement. Cette situation a contribué au fait que les cours des obligations sont élevés, et les écarts de rendement, plutôt faibles (Graphique 15).



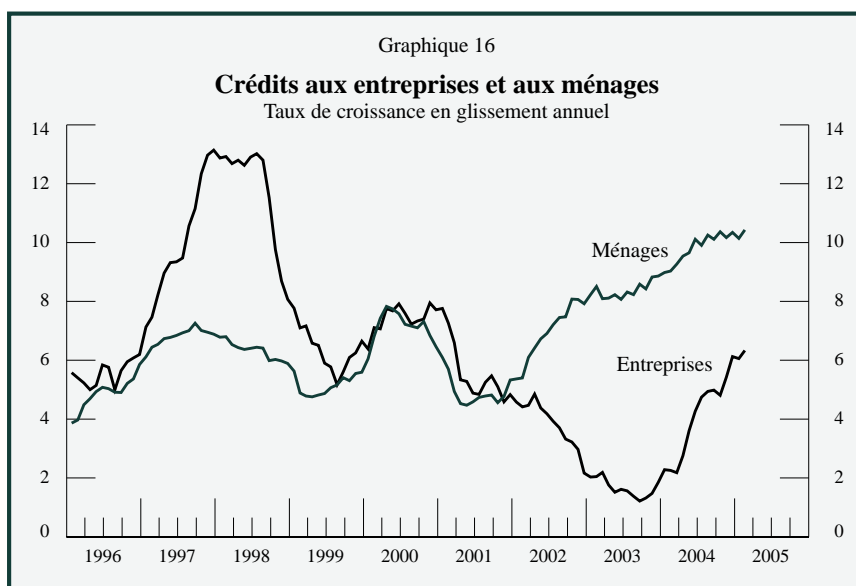


La tenue de la plupart des marchés boursiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*, l'indice composite TSX affichant un gain d'environ 10 %. Au Canada, cette embellie tient en grande partie aux bons résultats du secteur de l'énergie.

Les émissions brutes et nettes des sociétés ont enregistré une solide progression au pays. Les défauts de paiement se sont établis à des creux cycliques, et la proportion des cotes de crédit revues à la hausse par rapport au total des révisions apportées a continué d'augmenter. À l'heure actuelle, le taux de croissance du crédit aux entreprises se situe près de sa moyenne sur dix ans (Graphique 16). La relance du crédit à court terme aux entreprises s'est poursuivie, à la faveur du relâchement des conditions de financement. Quant au crédit à long terme aux entreprises (y compris les fiducies de revenu), son expansion est également demeurée vigoureuse depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, soutenue par la stabilité des émissions nettes d'obligations et d'actions. D'après les informations disponibles, le gros de la hausse du crédit aux entreprises a servi au financement des opérations courantes et au refinancement des emprunts plutôt qu'à de nouveaux investissements.

Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide depuis la parution du dernier *Rapport*, stimulé à la fois par le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire à l'habitation (Graphique 16). Par ailleurs, grâce notamment aux bas taux d'intérêt et au dynamisme du marché du travail, les bilans des ménages sont demeurés sains. Le rythme élevé d'accroissement du crédit aux ménages témoigne vraisemblablement de la vigueur de la consommation durant la première partie de l'année.

***Le crédit aux ménages a continué sa poussée rapide.***



***Dans l'ensemble, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.***

***Les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année...***

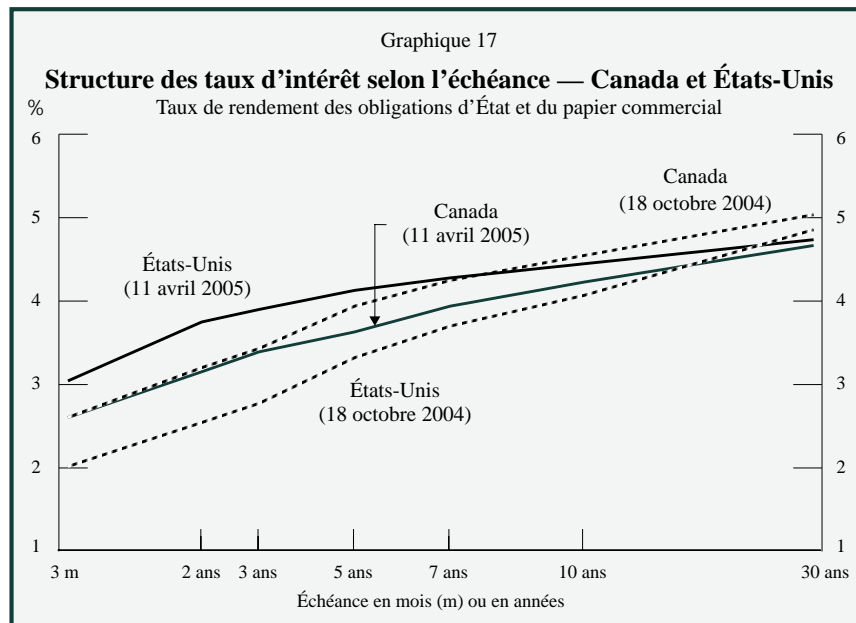
***... et à des hausses plus graduelles du taux directeur canadien.***

En somme, selon un large éventail d'indicateurs financiers, tant l'économie mondiale que celle du Canada disposent de liquidités considérables.

### **Les courbes de rendement et le taux de change**

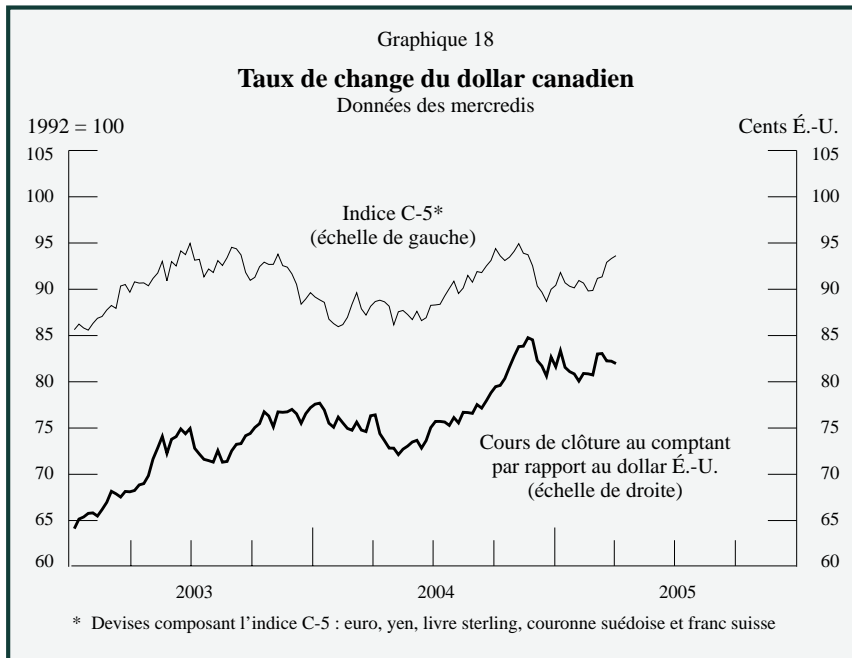
Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, la courbe des rendements aux États-Unis s'est déplacée vers le haut (Graphique 17). Elle a aussi continué de s'aplatir, principalement sous l'effet d'augmentations plus marquées des taux d'intérêt à court terme. Les contrats à terme boursiers indiquent que les marchés s'attendent à de nouveaux relèvements du taux des fonds fédéraux d'ici à la fin de l'année, leurs cours laissant présager que le taux directeur avoisinera 4 % d'ici la fin de décembre 2005.

Les prix des actifs au Canada montrent que l'on prévoit des hausses de taux d'intérêt plus graduelles ici qu'aux États-Unis. Cette divergence quant aux trajectoires anticipées des taux directeurs entre les deux pays a contribué à réduire fortement les écarts de taux d'intérêt pour l'ensemble des échéances. À l'heure actuelle, les rendements des obligations canadiennes à deux ans sont d'environ 60 points de base inférieurs à ceux des obligations du Trésor américain, et les écarts de rendement sur les obligations à long terme sont devenus négatifs pour la première fois en plus de quatre ans.



Après s'être fortement appréciées entre le moment de la parution du *Rapport* d'octobre et le début de décembre, les grandes monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain, et le dollar canadien s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette de 80 à 83 cents É.-U. Cette évolution s'est produite dans un contexte marqué par la montée des taux d'intérêt aux États-Unis, l'atonie relative des économies japonaise et européenne, le renchérissement de l'énergie et le niveau généralement élevé des prix des autres produits de base.

***Le dollar canadien s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette de 80 à 83 cents É.-U.***



## 4. LES PERSPECTIVES

### La conjoncture internationale

**Les perspectives mondiales ont peu changé depuis octobre...**

Dans l'ensemble, la tenue affichée par l'économie mondiale a été sensiblement conforme aux attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, et l'activité devrait continuer de progresser à un rythme relativement soutenu, de 4 % environ en 2005 et en 2006, malgré le renchérissement de l'or noir. Bien que les perspectives d'ensemble pour les deux prochaines années aient peu varié depuis octobre, la croissance est plus inégale, entre les grandes économies, qu'on ne l'avait anticipé antérieurement, les révisions à la hausse des taux d'expansion – déjà élevés – prévus pour les pays d'Asie autres que le Japon contrebalançant les ajustements à la baisse apportés aux rythmes projetés pour le Japon et l'Union européenne (Tableau 2).

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) <sup>b</sup>		
		2004	2005	2006
États-Unis	21	4,4 (4,6)	3,7 (3,7)	3,7 (4,1)
Union européenne	20	1,9 (2,1)	1,7 (1,9)	2,3 (2,6)
Japon	7	2,6 (4,1)	0,8 (1,5)	1,8 (2,1)
Chine et ENI d'Asie <sup>c</sup>	16	8,9 (8,2)	7,6 (7,1)	7,2 (6,5)
Autres	36	5,7 (4,6)	4,4 (4,1)	4,2 (4,8)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,9)	4,0 (4,3)

a. La part de chaque pays pour 2003 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004.

b. Les chiffres entre parenthèses reflètent les projections parues dans la livraison d'octobre 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

**... le dynamisme de l'économie américaine demeurant soutenu.**

L'évolution récente aux États-Unis donne à penser que la croissance de l'activité dans ce pays demeure fondamentalement vigoureuse. La hausse du PIB réel s'est chiffrée à 4 % en taux annualisé au troisième trimestre de 2004, et à 3,8 % au quatrième. Les dépenses de consommation et les investissements des entreprises affichaient tous deux une tenue remarquable au second semestre de l'année. Durant cette même période, malgré la dépréciation

marquée de la devise américaine en termes effectifs réels, les exportations nettes ont continué à brider la croissance. Les données dont nous disposons jusqu'ici indiquent que l'expansion se serait maintenue à près de 4 % au premier trimestre de 2005.

L'économie américaine devrait tourner en 2005 et 2006 à des taux qui, bien qu'étant inférieurs à ceux de 2004, dépasseront quelque peu son potentiel de croissance. Résultat, l'offre excédentaire (estimée à la fin de 2004 à un peu moins de 1 % du PIB) se résorbera en grande partie au cours des deux prochaines années. On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste compte tenu du niveau anormalement bas du stock de capital à ce moment-ci du cycle. De plus, la dépréciation passée du billet vert devrait favoriser une forte reprise des exportations. Parallèlement, la dépense des ménages ralentira vraisemblablement, en raison notamment de l'effet modérateur qu'auront la hausse des cours pétroliers et les majorations passées et attendues des taux d'intérêt.

Dans le même temps, la contribution de l'Asie (hors Japon) à l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale a été un peu plus prononcée que prévu. La croissance de l'économie chinoise, en particulier, est demeurée étonnamment vigoureuse en dépit des mesures administratives de restriction de la demande mises en œuvre dans ce pays et du relèvement des taux d'intérêt intérieurs. Selon les perspectives qui se dessinent actuellement, le ralentissement de l'activité serait plus graduel qu'on ne le supposait au moment de la rédaction du *Rapport* d'octobre.

À l'inverse, la croissance au Japon s'est avérée plus faible que prévu<sup>8</sup>. Après un bond notable au premier trimestre de 2004, le PIB réel du pays a plutôt stagné tout le reste de l'année, en grande partie à cause de la correction des stocks dans les secteurs associés aux technologies de l'information, du renchérissement de l'or noir et des répercussions des typhons. Une reprise progressive est prévue au fil des trimestres de 2005, à mesure que s'estompera l'influence des facteurs défavorables qui ont freiné la demande globale durant la dernière partie de 2004. Quoi qu'il en soit, il est probable que le taux de croissance annuel moyen de l'économie nipponne sera beaucoup moins élevé en 2005 qu'en 2004, vu le bas niveau de départ.

Dans la zone euro, le rythme de l'activité économique réelle a été aussi plus modéré qu'escompté au dernier trimestre de 2004, et les perspectives ont été légèrement révisées à la baisse. La croissance devrait cependant s'accélérer graduellement cette année et

***La croissance en Chine reste vigoureuse...***

***... alors qu'au Japon, la progression de l'activité devrait être plus modérée que prévu antérieurement.***

***Les déséquilibres mondiaux demeurent un risque majeur.***

8. Cela tient en partie aux révisions apportées aux comptes nationaux, qui se traduisent par un net fléchissement des données sur la croissance.

l'an prochain, à la faveur de l'amenuisement de l'effet négatif de l'appréciation passée de l'euro et de la hausse des cours mondiaux du pétrole.

Bien que les perspectives à court terme de l'économie mondiale soient favorables dans l'ensemble, un certain nombre de risques et d'incertitudes subsistent, dont la trajectoire future des cours pétroliers, la cadence de l'expansion en Chine et la situation géopolitique. Un risque majeur est lié à la résorption des déséquilibres des balances courantes, et concerne notamment la possibilité grandissante que le processus de correction ne devienne désordonné si ces déséquilibres devaient persister. De fait, malgré la dépréciation importante du taux de change effectif réel du dollar américain, entamée au début de 2002<sup>9</sup>, les déséquilibres des balances extérieures se sont encore creusés et iront sans doute en s'accroissant à court terme. Une correction ordonnée de ces déséquilibres ne se fera pas sans une augmentation de l'épargne aux États-Unis, un raffermissement de la demande ailleurs dans le monde, en particulier au Japon et en Europe, et un nouveau repli du taux de change effectif du billet vert. Une flexibilité accrue des cours des monnaies asiatiques faciliterait l'ajustement.

L'expansion projetée de l'économie mondiale devrait contribuer à maintenir les prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques à des niveaux relativement hauts pour le reste de 2005 et en 2006, même si un fléchissement est possible dans l'éventualité d'une augmentation des sources d'approvisionnement (Note technique 2). Cependant, toute nouvelle dépréciation de la devise américaine en termes réels pourrait faire pression à la hausse sur les cours en dollars É.-U. de ces produits. En ce qui concerne le prix du pétrole brut, la Banque suppose dans son scénario de référence – établi à partir des cours à terme récents (Graphique 19) – qu'il devrait avoisiner 57 dollars É.-U. le baril jusqu'à la fin de 2005, puis descendre quelque peu pour s'établir à 54 dollars É.-U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel devraient demeurer assez élevés en 2006. Les prix du pétrole brut retenus dans le scénario de la Banque sont nettement supérieurs à ceux envisagés pour la *Mise à jour* de janvier.

***Les hypothèses relatives au cours du pétrole ont été nettement révisées à la hausse.***

9. Selon les données de l'indice global du taux de change effectif réel publiées par la Réserve fédérale des États-Unis, le dollar américain a perdu 15 % de sa valeur entre février 2002 et mars 2005.

Note technique 2

**L'émergence des économies asiatiques : conséquences pour le Canada**

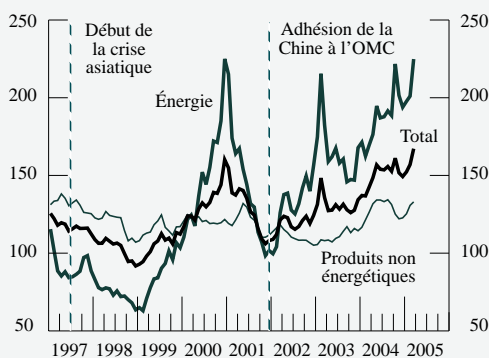
Depuis 25 ans, les économies émergentes d'Asie représentent un moteur de plus en plus important du commerce international, la Chine étant devenue un acteur incontournable dans la région ces dernières années<sup>1</sup>. En 2003, ces économies étaient à l'origine de 16 % des échanges internationaux, contre seulement 6 % en 1980. Même si les échanges directs que le Canada réalise avec les pays de cette région sont limités, les activités commerciales de ces derniers exercent une influence considérable sur l'économie canadienne par le truchement des marchés mondiaux. La demande croissante de ces pays pour les produits de base et ses effets sur leurs cours mondiaux revêtent à ce titre une importance toute particulière.

Après l'effondrement temporaire de la demande asiatique de produits de base lié à la crise de 1997-1998, la reprise subséquente de l'économie régionale et la montée en puissance de la Chine ont entraîné une relance de la demande et un vif relèvement des cours. Selon l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, exprimé par rapport aux monnaies du G7, les prix des matières premières ont progressé de plus de 70 % depuis la mi-novembre 2001. Cette hausse a largement contribué à l'appréciation de 25 % du dollar canadien enregistrée ces deux dernières années.

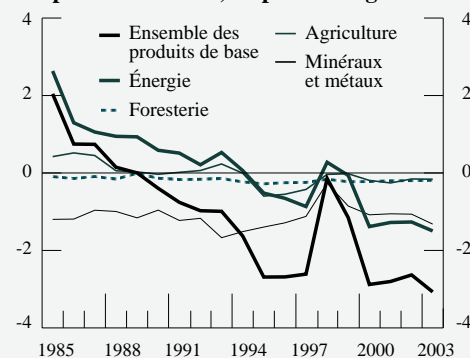
La vitalité de la demande chinoise de produits de base témoigne d'un investissement intérieur très solide et du rôle croissant que joue la Chine à titre de plateforme industrielle pour les firmes asiatiques. Bien que ce pays soit lui-même un gros producteur de nombreuses matières premières, sa croissance économique rapide a provoqué un dépassement de l'offre par la demande intérieure, si bien que la Chine est devenue l'un des grands acheteurs sur les marchés internationaux des produits de base.

Les entreprises canadiennes de ressources naturelles sont en bonne posture pour profiter de ces conditions de marché favorables. La robustesse de la demande mondiale a permis d'améliorer sensiblement leur rentabilité malgré l'appréciation du dollar canadien. En conséquence, les producteurs de matières premières ont augmenté leurs dépenses d'investissement, ce qui laisse supposer que les entreprises canadiennes prévoient accroître leur production. Par ailleurs, les entreprises autres que celles du secteur des ressources naturelles s'intéressent de plus en plus à l'important nouveau marché que représente la Chine.

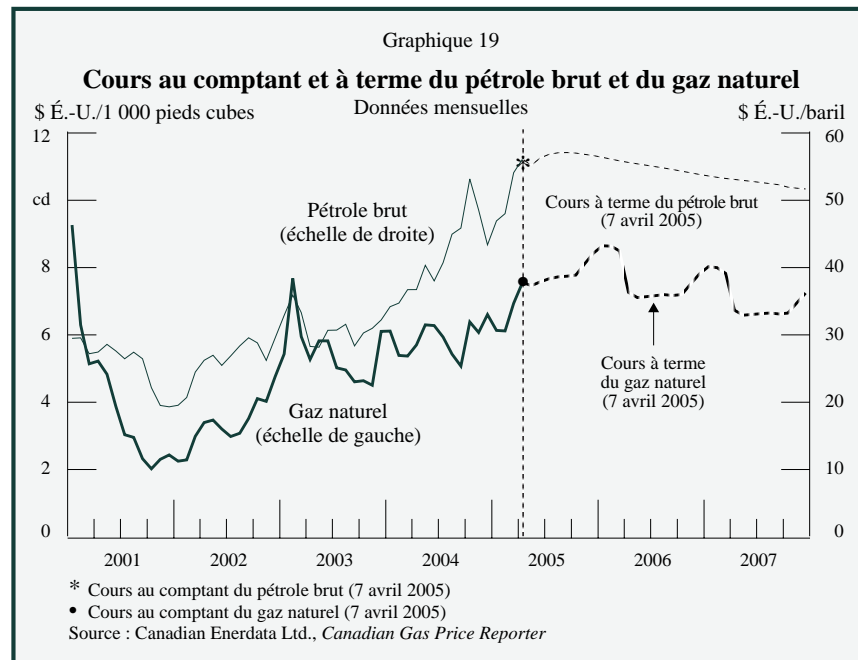
**Indice des prix des produits de base  
(exprimé par rapport aux monnaies du G7)**  
1982-1990 = 100



**Balance commerciale des économies émergentes d'Asie au titre des produits de base, en pourcentage du PIB**



1. Les économies émergentes d'Asie sont la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.



## La demande et l'offre globales au Canada

**Le taux de croissance du PIB au Canada devrait avoisiner 2 1/2 % en 2005 et 3 1/4 % en 2006...**

**... et l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au second semestre de 2006.**

Compte tenu de l'incidence de l'appréciation passée et récente du dollar canadien, l'expansion devrait se chiffrer, en moyenne annuelle, aux alentours de 2 1/2 % en 2005. Elle devrait s'accélérer en 2006 pour atteindre environ 3 1/4 %. La Banque a abaissé légèrement sa projection relative à la croissance en 2005 par rapport à celle qu'elle énonçait dans la *Mise à jour* de janvier pour tenir compte du rythme de progression de l'activité plus faible qu'escompté au quatrième trimestre de l'an dernier. Toutefois, la projection concernant le profil de croissance trimestrielle pendant l'année est la même qu'en janvier. Si la prévision de la Banque pour 2005 est identique aux derniers pronostics de Consensus Economics, celle pour 2006 est un peu plus élevée.

La Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel sera de 2 1/2 % en rythme annuel au premier semestre de 2005, qu'il remontera ensuite à quelque 3 % au second semestre, puis qu'il se situera à environ 3 1/2 % sur les quatre trimestres de 2006. Le taux moindre que prévu tient au premier semestre de 2005 en grande partie à l'incidence que devrait avoir le ralentissement anticipé du rythme d'accumulation des stocks. Selon le scénario de la Banque, on observerait une modeste hausse de l'offre excédentaire au premier semestre de 2005, puis un retour de l'économie à sa pleine capacité au second semestre de 2006.

Si elle devait se poursuivre au bas rythme des deux dernières années, la progression de la productivité du travail pourrait fausser la



projection de la Banque relative à l'évolution de la production potentielle. Cependant, compte tenu des augmentations récentes et projetées des investissements des entreprises, ainsi que de l'avance rapide et soutenue de la productivité du travail aux États-Unis, il est raisonnable de supposer que la croissance de la productivité redémarrera. En outre, il se peut que l'accroissement tendanciel du facteur travail fasse l'objet de risques à la hausse, du moins à court terme. Par conséquent, à ce stade-ci, la Banque continue d'estimer, en tablant sur une progression tendancielle de 1 1/4 % pour le facteur travail et de 1 3/4 % pour la productivité du travail, que le rythme d'expansion de la capacité de production s'établira à 3 %.

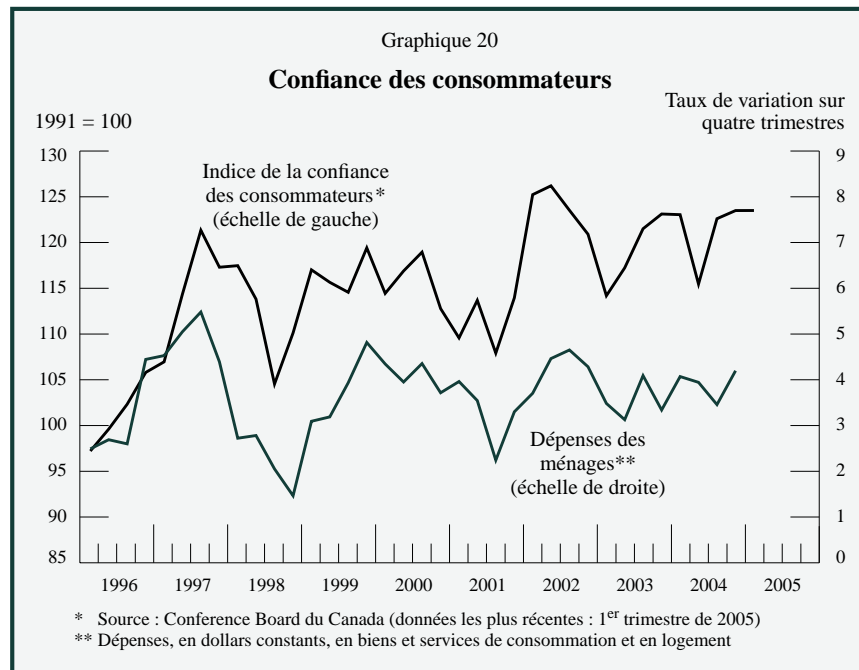
On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne cette année et l'an prochain (Tableau 3) soit surtout alimentée par la vigueur persistante de la demande intérieure finale. Cette opinion est essentiellement la même qu'en janvier, lors de la parution de la *Mise à jour*. Comme il a déjà été mentionné, la détente monétaire en place au sein de l'économie reste considérable, ce qui stimule la demande. Dans son scénario, la Banque continue de tenir compte d'une réduction du degré de détente monétaire au cours de la période de projection.

***On s'attend à ce que l'expansion de l'économie canadienne soit surtout alimentée par la croissance de la demande intérieure finale...***

<b>Tableau 3</b>			
<b>Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel</b>			
en points de pourcentage*			
	2004	2005	2006
Consommation	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)
Logement	0,5 (0,4)	0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,7 (0,8)	0,9 (0,8)
Investissements fixes des entreprises	0,7 (0,5)	1,0 (0,8)	0,8 (0,9)
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	<i>3,7 (3,4)</i>	<i>3,8 (3,6)</i>	<i>3,5 (3,6)</i>
Exportations	1,9 (1,9)	0,9 (1,7)	2,2 (1,8)
Importations	-2,7 (-2,4)	-2,0 (-2,5)	-2,4 (-2,1)
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	<i>-0,8 (-0,5)</i>	<i>-1,1 (-0,8)</i>	<i>-0,2 (-0,3)</i>
Stocks	-0,1 (-0,2)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
<b>PIB</b>	<b>2,8 (2,7)</b>	<b>2,6 (2,8)</b>	<b>3,3 (3,3)</b>

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2005.

Les dépenses d'investissement des entreprises devraient augmenter de façon encore plus marquée que l'an dernier, sous l'impulsion de l'expansion de l'activité économique à l'échelle



mondiale et du niveau élevé des cours de l'énergie et des produits de base non énergétiques qui en résulte, de conditions financières très favorables, de profits substantiels, ainsi que de nouvelles réductions des prix des machines et du matériel importés. On prévoit que les gains continus au chapitre des revenus réels, les effets de la détente monétaire en place et le niveau de confiance élevé des consommateurs (Graphique 20) contribueront à maintenir la solide hausse des dépenses de consommation. Toutefois, après leur progression rapide des dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester globalement inchangés au cours de la période considérée. On pense que les dépenses de rénovation feront un bond et que celui-ci compensera l'incidence du repli attendu des mises en chantier de nouveaux logements et de l'activité sur le marché de la revente des maisons.

Dans son scénario, la Banque prévoit également que les dépenses de tous les ordres de gouvernement s'accroîtront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant toujours de maintenir l'équilibre budgétaire.

La poursuite de l'expansion à l'étranger, en particulier aux États-Unis, devrait se traduire par une hausse de la demande de produits canadiens d'exportation, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations tant en 2005 qu'en 2006. On s'attend à ce que l'appréciation passée du dollar canadien continue à limiter la croissance des exportations canadiennes et à stimuler les importations pendant la période considérée.

***... qui devrait être contrebalancée en partie par l'incidence négative de l'appréciation passée du dollar canadien sur le volume net des exportations.***

La vigueur des investissements en machines et matériel favorisera également la poussée des importations.

Dans la *Mise à jour* de janvier, la Banque estimait que le niveau élevé des cours du pétrole aurait de faibles répercussions négatives sur la demande globale au Canada en 2005, avant que son effet incitatif sur l'investissement et la production dans le secteur de l'énergie ne se manifeste en 2006. Comme les hypothèses relatives à ces cours retenues pour la présente livraison du *Rapport* ont été sensiblement relevées, les pressions à la baisse s'exerçant sur la demande d'exportations canadiennes et sur les dépenses des ménages seront vraisemblablement un peu plus fortes qu'on ne le croyait au moment de la *Mise à jour*. Cependant, la hausse plus prononcée que prévu des dépenses d'investissement des producteurs d'énergie, que laissent entrevoir les récentes intentions d'investissement, devrait plus que compenser cet effet négatif d'ici 2006.

### **Les mesures des attentes relatives à l'inflation**

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont pas beaucoup changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent très proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'hiver révèlent que 74 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix s'accroisse au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins. Ce pourcentage est pour ainsi dire identique à celui obtenu à l'automne. Selon la livraison printanière du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, 93 % des firmes sondées par la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; toutefois, 60 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Au contraire, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2005 et 2006 s'établit juste au-dessous de 2 %. Leurs pronostics pour 2007 et au-delà continuent aussi de friser les 2 %.

*La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé.*

### **Les autres facteurs qui influent sur l'inflation**

Il subsiste encore un risque que l'augmentation des coûts attribuable au maintien des cours mondiaux de l'énergie et d'autres matières premières à de hauts niveaux ne se répercute sur les prix des produits et services non énergétiques. De fait, selon certaines observations, le renchérissement marqué de certains métaux contribue à hausser le prix de divers biens durables, comme les gros

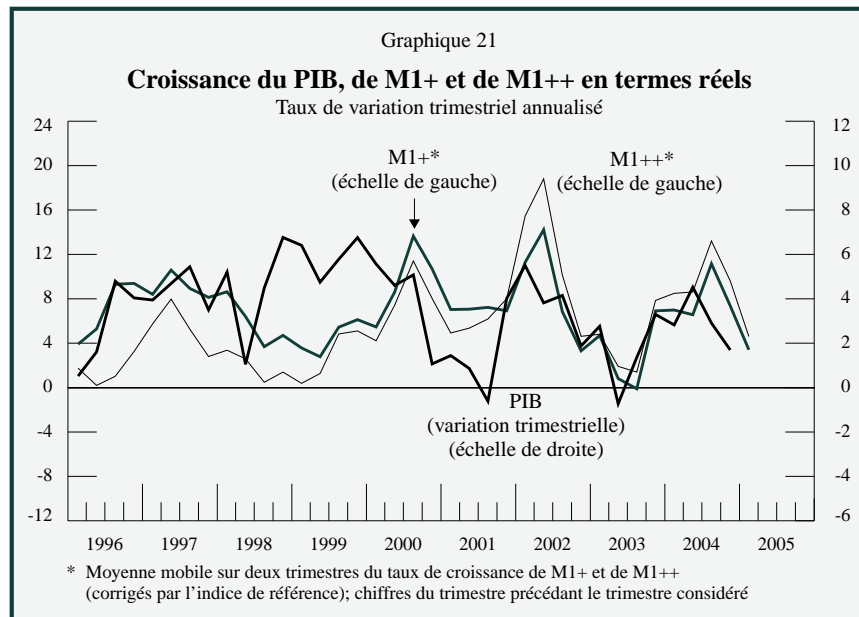
appareils électroménagers. Si l'on en croit l'expérience la plus récente, toutefois, ces retombées seront probablement assez limitées et elles s'étaleront dans le temps.

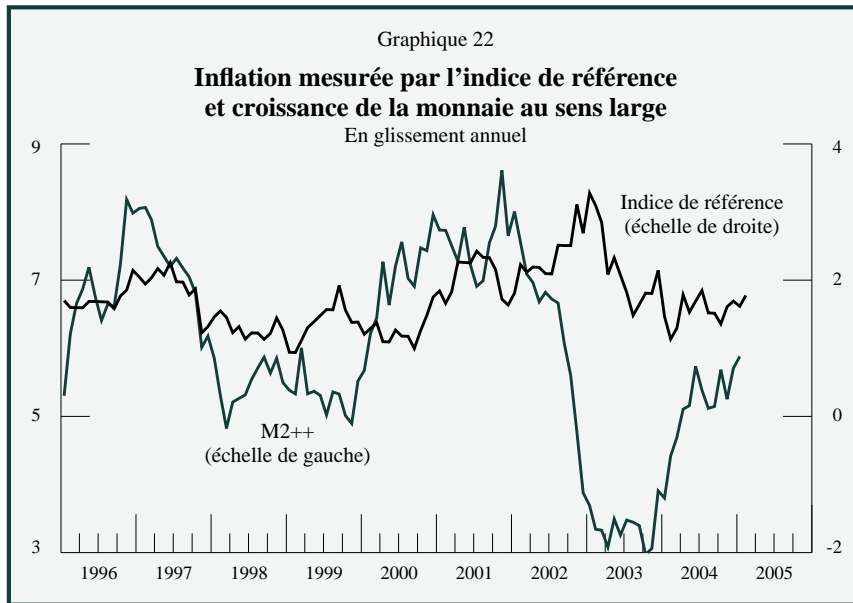
En revanche, l'appréciation du dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement à la baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant la période considérée. En outre, les prix mondiaux de certains biens de consommation semblent faire l'objet de réductions constantes en raison d'une augmentation de l'offre en provenance de pays comme la Chine.

La majoration des gains horaires moyens des employés permanents devrait s'accroître quelque peu jusqu'à la fin de 2006. Cependant, avec la reprise attendue de la croissance de la productivité du travail au cours de la période, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre, en glissement annuel, devrait se maintenir aux alentours ou au-dessous de 2 % durant l'horizon projeté.

### L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, a ralenti depuis la parution du *Rapport* d'octobre (Graphique 21) et cadre en gros avec le taux de croissance de la production d'un peu plus de 2 % auquel on s'attend pour le premier trimestre de 2005.





Depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, le rythme de progression sur douze mois de M2++ s'est stabilisé à tout près de 6 %, en dépit de la vigueur affichée par les agrégats monétaires au sens étroit durant la même période. La hausse de M2++ est compatible avec une inflation de moins de 2 % (Graphique 22).

### Les prévisions relatives à l'inflation

La présence anticipée d'une petite marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne devrait maintenir, jusqu'à la fin de 2005 et pendant la majeure partie de 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement en deçà du taux attendu à plus long terme. La Banque estime que l'appréciation récente et antérieure du dollar exercera aussi de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation au cours de la période.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que la production retournera à son plein potentiel au deuxième semestre de 2006, et puisque les attentes d'inflation restent fermement arrimées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait graduellement se hisser à 2 % vers la fin de 2006 (Tableau 4).

***L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005...***

***... puis se hisser à 2 % vers la fin de 2006.***

<b>Tableau 4</b> <b>Projections concernant l'inflation mesurée</b> <b>par l'indice de référence et l'IPC global</b> Taux de variation sur quatre trimestres*						
	2005				2006	
	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.
Indice de référence	<b>1,7</b> (1,7)	<b>1,6</b> (1,6)	<b>1,7</b> (1,7)	<b>1,7</b> (1,7)	<b>1,8</b> (1,8)	<b>1,9</b> (1,9)
IPC global	<b>2,1</b> (2,4)	<b>2,1</b> (2,0)	<b>2,3</b> (1,5)	<b>2,3</b> (1,5)	<b>2,2</b> (1,7)	<b>1,8</b> (1,8)
WTI (niveau)**	<b>50</b> (47)	<b>56</b> (47)	<b>57</b> (45)	<b>57</b> (45)	<b>56</b> (43)	<b>54</b> (42)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2005.

\*\* Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 avril 2005.

***On prévoit que le taux d'accroissement de l'IPC global restera supérieur à 2 % jusqu'en 2006.***

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur l'évolution du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Selon un scénario élaboré à partir des cours à terme du pétrole (Graphique 19), ce taux devrait demeurer supérieur à 2 % pendant quelque temps, puis se replier légèrement en deçà de ce niveau au second semestre de 2006.

## 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.
- \_\_\_\_\_ (2005). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (printemps).
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa.
- \_\_\_\_\_. *Investissements privés et publics au Canada, Perspectives 2005*, publication n° 61-205-XIB au catalogue (annuel), Ottawa.
- Conference Board du Canada (2005). *Index of Business Confidence* (hiver).
- \_\_\_\_\_ (2005). *Index of Consumer Attitudes* (mars).
- Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

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

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