

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 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 entre le 15 octobre 2003 et le 19 janvier 2004.

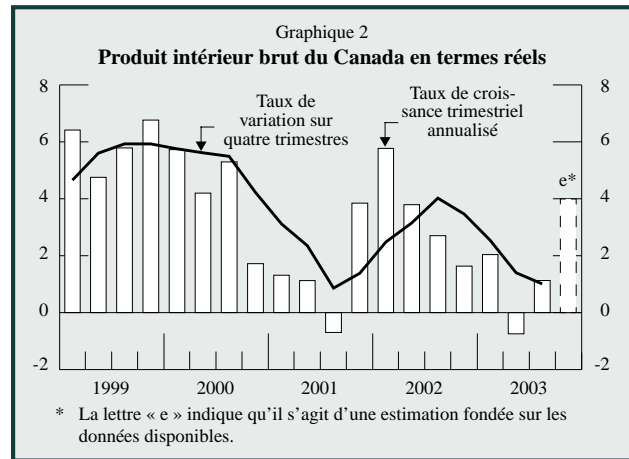
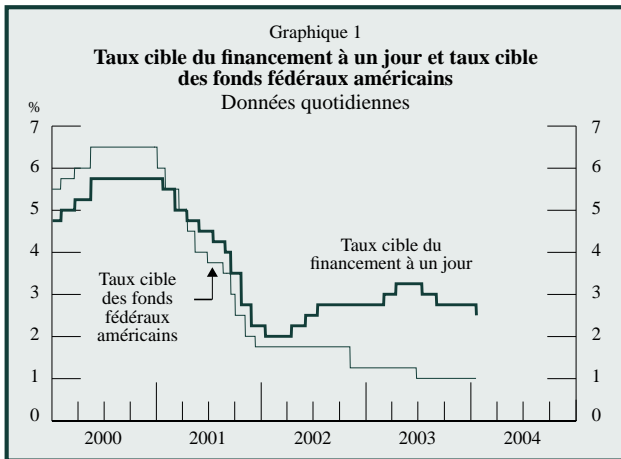
Depuis la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs. Premièrement, l'activité dans le reste du monde, en particulier aux États-Unis, s'est avérée plus vigoureuse qu'escompté. Deuxièmement, le dollar américain a poursuivi sa vive dépréciation par rapport aux autres grandes monnaies, dont le dollar canadien, sous l'effet essentiellement des déséquilibres économiques mondiaux. Enfin, les révisions à la baisse apportées aux données du PIB au Canada pour le premier semestre de 2003 et les taux de croissance inférieurs aux attentes aux troisième et quatrième trimestres de l'année signifient que la marge de capacités inutilisées était un peu plus importante à la fin de 2003 que la Banque ne le projetait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

Tenant compte de ces facteurs et de leur persistance probable, la Banque a abaissé sa projection relative à la production pour les 18 prochains mois et conclu qu'il fallait accroître le degré de détente monétaire pour soutenir la demande globale et favoriser le retour de l'inflation à 2 % à moyen terme. C'est pourquoi, le 20 janvier, elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour l'établir à 2 1/2 % (Graphique 1).

Des risques demeurent, toutefois. Les principales incertitudes pesant sur les perspectives de l'économie canadienne concernent

Faits saillants

- **La Banque a abaissé sa projection relative à la production pour les 18 prochains mois et accentué la détente monétaire.**
- **On prévoit que la croissance de l'économie canadienne, qui sera principalement tributaire de la demande intérieure privée, dépassera celle de la production potentielle après le milieu de 2004.**
- **L'économie devrait tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de 2005, et l'inflation revenir à la cible de 2 % vers la fin de cette année-là.**
- **Les principales incertitudes entachant les perspectives concernent l'ajustement de notre économie à la conjoncture internationale.**



l'ajustement à la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de l'activité économique mondiale, au renchérissement des produits de base et au réaligement des monnaies, y compris du dollar canadien. Dans ce contexte, le rôle de la politique monétaire est de favoriser un niveau de demande globale suffisant pour éliminer l'écart de production, de façon à ramener l'inflation à la cible visée à un horizon de deux ans.

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

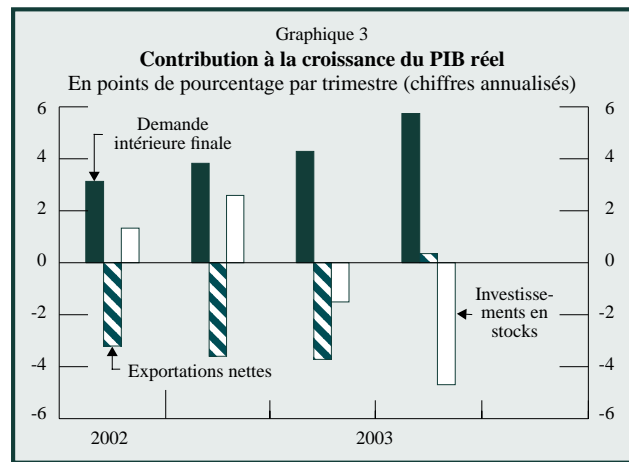
La reprise de l'activité à l'échelle mondiale, tirée par l'économie des États-Unis, semble bien engagée et se poursuit à un rythme légèrement plus rapide que prévu.

Le PIB réel du Canada, après avoir enregistré une baisse au deuxième trimestre de 2003, a progressé à un rythme annuel de seulement 1,1 % au troisième trimestre, soit un résultat inférieur aux projections contenues dans le dernier *Rapport*. Les plus récents indicateurs de la dépense et de l'activité révèlent une accélération de l'expansion économique au quatrième trimestre; celle-ci se serait établie à quelque 4 % (Graphique 2), un taux supérieur donc à celui de la production potentielle.

Si la progression observée au troisième trimestre a été modeste, cela tient dans une large mesure à l'importante correction des stocks opérée par les fabricants et les détaillants (Graphique 3). En outre, l'activité

économique a subi les contrecoups de la panne d'électricité survenue en Ontario au mois d'août et de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits connexes par suite de la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) en mai.

La fin du mouvement de correction des stocks, combinée au redressement consécutif à ces chocs inhabituels¹, a grandement contribué à la reprise estimée au quatrième trimestre. De façon plus générale, divers aspects de la conjoncture actuelle, dont les solides gains au chapitre de l'emploi et les conditions financières favorables, permettent



1. La découverte récente aux États-Unis d'un cas d'ESB chez une vache provenant de l'Alberta a eu pour effet de prolonger l'embargo sur les exportations de bovins vivants du Canada, ce qui vient retarder le redressement de l'industrie bovine au pays.

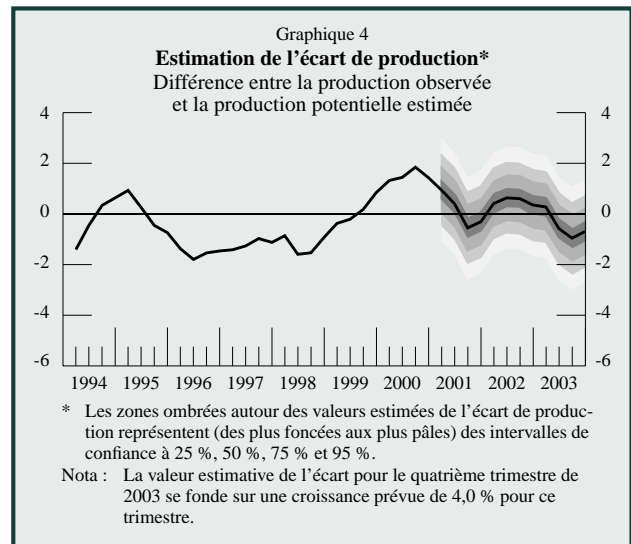
de croire que l'économie a renoué avec une croissance plus forte et plus durable au quatrième trimestre de 2003.

Sur cette toile de fond, le dollar canadien s'est encore apprécié par rapport à la devise américaine depuis octobre, atteignant 78,84 cents, un sommet en dix ans, et se négociant en moyenne à 76,5 cents durant cette période. Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, la hausse du huard a été un peu moindre en raison de la dépréciation relativement prononcée du dollar É.-U. vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer. Signalons que le dollar canadien s'est déprécié de plus de 4 1/2 % par rapport à l'euro au cours des trois derniers mois. Dans l'ensemble, le raffermissement de notre monnaie semble avoir commencé à affecter le rythme de l'activité économique au pays : on note en effet une croissance des exportations plus faible que prévu ainsi que des signes d'une pénétration accrue des importations au quatrième trimestre.

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production habituellement utilisées par la Banque indiquent que le niveau de l'activité est descendu en deçà du plein potentiel aux deuxième et troisième trimestres de 2003 (Graphique 4). Et, bien que la marge de capacités inutilisées se soit probablement rétrécie quelque peu au quatrième trimestre, des capacités excédentaires appréciables subsistent. En se fondant sur une analyse des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, on estime que l'écart de production est un peu plus important que ce que révèle la mesure usuelle de la Banque.

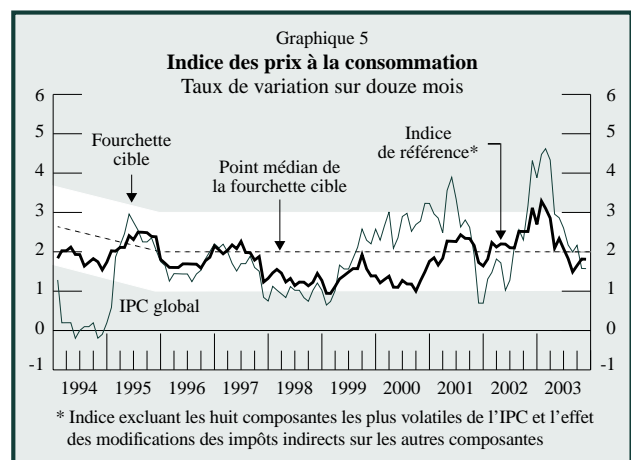
Malgré la baisse du niveau de la production et la vigueur du dollar canadien, l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 1,8 % en novembre, soit un niveau légèrement plus élevé que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'octobre et un peu supérieur à celui qui a été enregistré en août (Graphique 5). Ce résultat inattendu est lié principalement au fait que les rabais accordés sur les automobiles et les vêtements ont été moindres que prévu, et il devrait être passager.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'afficher une



certaine volatilité à court terme, à savoir augmenter en décembre, puis diminuer au premier trimestre de 2004. Ces variations seront surtout attribuables aux effets des facteurs spéciaux observés il y a un an². Au-delà de ces influences, cependant, les pressions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix et la présence de capacités excédentaires laissent croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra en deçà de son niveau actuel.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global était de 1,6 % en novembre,



2. Par exemple, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire en décembre 2003, les premiers rabais offerts sur les tarifs de l'électricité en Ontario ayant fait fléchir cet indice en décembre 2002.

comparativement à 2,0 % en août. Ce recul est dû dans une très large mesure à la réduction des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

L'ajustement à la conjoncture internationale

La hausse du dollar canadien est dans une large mesure la résultante des forces économiques et financières à l'œuvre à l'échelle planétaire. Ces forces sont liées non seulement au raffermissement de la demande sur le plan international, dont fait foi par exemple l'augmentation des prix mondiaux des produits de base, mais aussi aux ajustements associés à la correction des déséquilibres économiques entre les pays.

L'appréciation du dollar signifie que l'économie canadienne dépendra moins des exportations nettes, et davantage de la demande intérieure. Cette situation exigera des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligera de nombreuses entreprises à procéder à des changements. Les résultats de l'enquête régionale menée récemment par la Banque montrent que ces changements sont en train de s'opérer. Ils indiquent, en particulier, que les firmes touchées par la montée du dollar ont élaboré des plans pour s'adapter à la nouvelle donne, prévoyant notamment l'acquisition de machines et de matériel.

En contribuant à soutenir la demande globale au pays, la politique monétaire canadienne facilite le processus d'ajustement dans son ensemble.

Les perspectives économiques

À l'échelle internationale, l'expansion de l'activité devrait s'accélérer au cours de la prochaine année environ, bien que la présence de déséquilibres économiques laisse encore planer des doutes quant à sa durabilité.

En 2004, le rythme de progression du PIB réel aux États-Unis devrait demeurer supérieur à celui de la production potentielle, à la faveur des politiques expansionnistes en place et de la dépréciation du billet vert. La hausse des dépenses d'investissement des

entreprises, conjuguée à une augmentation considérable des investissements en stocks, devrait soutenir l'expansion économique. Pour l'ensemble de l'année 2004, la Banque prévoit que l'activité dans ce pays croîtra d'environ 4 1/2 %, un chiffre un peu plus élevé que celui avancé dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Bien que l'accumulation de déficits budgétaires et extérieurs rende incertaines les perspectives d'une croissance durable de l'économie américaine, la progression de la production au sud de la frontière devrait demeurer plus rapide que celle de son potentiel en 2005.

Une reprise graduelle est attendue dans la zone euro. Au Japon, l'amélioration des conditions devrait se poursuivre, grâce surtout aux exportations vers les autres pays asiatiques, en particulier la Chine. La vive expansion des économies émergentes d'Asie devrait aussi continuer à soutenir les prix en dollars É.-U. de nombreux produits de base.

Au cours de la période à venir, la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement de la demande intérieure privée, qui sera alimentée par la détente monétaire et par la forte confiance des entreprises. La progression de la dépense des ménages sera vraisemblablement étayée en plus par une hausse de l'emploi et des revenus. Le raffermissement de l'économie mondiale, la baisse du coût des machines et du matériel résultant de l'appréciation du dollar canadien et la facilité d'accès aux marchés des capitaux devraient stimuler les investissements des entreprises. Le regain de vigueur de l'activité économique aux États-Unis et à l'échelle mondiale devrait apporter un certain soutien aux exportations, en dépit du fait que la propension de nos voisins du sud à importer se soit considérablement amoindrie depuis 2001. On s'attend cependant à ce que la dépréciation du dollar américain exerce une pression continue à la baisse sur les exportations canadiennes en 2004.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit maintenant que la croissance du PIB réel au Canada se chiffrera en moyenne à quelque 2 3/4 % en 2004 (contre 1,6 % en 2003) et qu'elle s'accélénera pour atteindre

environ 3 3/4 % en 2005. La projection de la Banque suppose que le taux de croissance avoisinera 3 % en rythme annuel au premier semestre de 2004, puis qu'il se situera dans une plage allant de 3 à 3 1/2 % au second semestre, pour culminer aux alentours de 4 % durant la première moitié de 2005. Cette évolution implique que l'écart de production demeurerait sensiblement inchangé d'ici la fin de 2004, mais qu'il serait en grande partie résorbé au troisième trimestre de l'année suivante.

Les perspectives en matière d'inflation

On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence glissera au-dessous de 1,5 % au début de 2004 (en raison de l'atténuation rapide des répercussions des fortes majorations passées des primes d'assurance automobile), pour revenir graduellement à la cible de 2 % (Tableau 1) d'ici la fin de 2005.

Au cours des 18 prochains mois, les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens et du travail contribueront sans doute à maintenir le taux d'inflation observé en deçà du taux attendu à long terme. Toutefois, cet effet devrait disparaître à mesure que l'écart de production se résorbera.

L'appréciation qu'a connue le dollar canadien au cours de la dernière année continuera probablement de modérer la hausse des prix à la consommation tout au long de 2004. Cependant, à la lumière des résultats observés ici même au Canada et dans d'autres pays jouissant d'un taux d'inflation bas et stable, on peut s'attendre à ce que les mouvements du taux de change aient des répercussions limitées sur les prix à la consommation.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global dépendent encore dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si le prix du brut fléchit pour s'établir à environ 30 \$ É.-U. le baril au second semestre de 2004 et à 28 \$ É.-U. en 2005, comme les contrats à terme le laissent supposer, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester en deçà de celui de l'indice de référence tout au long de 2005.

	2003	2004		2005		
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,9 (1,6)	1,3 (1,2)	1,6 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)
IPC global	1,7 (1,7)	0,9 (0,9)	1,5 (1,4)	1,5 (1,5)	1,4 (1,8)	1,7 (2,0)
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril)						
WTI (niveau)	31 (30)	33 (28)	31 (27)	30 (27)	28 (27)	28 (27)

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre et présentés à des fins de référence.

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>