

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

— **Avril 2004** —

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

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

5207
CN ISSN 1201-8783

Le rôle de la politique monétaire est de faciliter les ajustements en contribuant à soutenir la demande globale.

Qu'entendons-nous par là? Comme toujours, cela signifie que nous tenterons de ramener l'inflation à la cible de 2 % en nous efforçant de faire tourner l'économie aussi près que possible des limites de sa capacité. C'est le but que nous poursuivons en permanence. Mais nous devons aussi surveiller les facteurs qui donneront lieu à des ajustements économiques au cours des prochaines années. Dans un contexte d'appréciation du dollar canadien, nous savons que l'économie devra moins s'appuyer sur la demande étrangère et s'en remettre davantage à la demande intérieure afin d'afficher une croissance vigoureuse et continue. Nous tiendrons compte de cet aspect dans la formulation de la politique monétaire.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
11 février 2004*

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la cible de 2 %	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
3. L'évolution financière	20
4. Les perspectives	23
La conjoncture internationale	23
La demande et l'offre globales au Canada	25
La mesure des attentes relatives à l'inflation	26
L'incidence de l'expansion monétaire sur l'inflation	27
Les prévisions relatives à l'inflation	28
Bibliographie	30

Notes techniques

1. Les tendances récentes du volume des exportations	11
2. L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : évolution sectorielle en 2003	14

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base, au réalignement des monnaies (y compris du dollar canadien) ainsi qu'à la concurrence plus vive que livrent les pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, et aux nouveaux débouchés qu'ils offrent.

Ces changements exigent un déplacement de l'activité entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à s'adapter. La politique monétaire facilite cet ajustement en apportant un soutien à la demande globale, afin d'amener l'économie à se maintenir à un niveau proche des limites de sa capacité et l'inflation à s'établir au taux visé.

À la fin de 2003, l'économie canadienne tournait à un régime inférieur à celui que prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié en octobre dernier. Certes, on a observé un regain de vigueur au dernier trimestre de 2003, mais le PIB réel n'a pas progressé au rythme escompté au troisième trimestre, et son taux de croissance pour le deuxième trimestre a été révisé à la baisse. Ce tassement est survenu en dépit du renforcement de l'activité économique dans le monde, particulièrement aux États-Unis — mais aussi au Japon et dans d'autres économies d'Asie —, ainsi que de l'important renchérissement des produits de base. Des données préliminaires indiquent que la croissance au premier trimestre de 2004 se serait établie tout juste en deçà de 3 % en taux annualisé. Comme on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est généralement située au-dessous du taux cible de 2 % depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Dans ce contexte, la Banque a réduit son taux directeur de 75 points de base au total, lui retranchant 25 points de base à chacune des trois plus récentes dates d'annonce préétablies, pour le ramener à 2 % (Graphique 1).

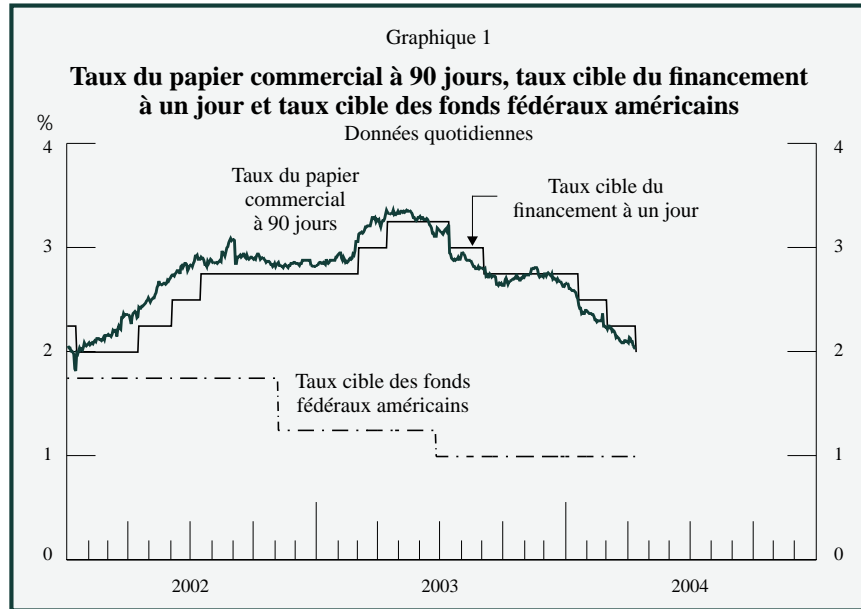
Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation au pays n'ont pas changé pour l'essentiel depuis la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier dernier. La croissance de l'économie canadienne devrait s'établir aux alentours de 2 3/4 % en moyenne en 2004, puis se hisser à environ 3 3/4 % en 2005. Une telle progression permettrait à l'économie de tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de l'an prochain. On prévoit que l'inflation

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

- 2 décembre — aucune modification
- 20 janvier — abaissé de 25 points de base à 2,5 %
- 2 mars — abaissé de 25 points de base à 2,25 %
- 13 avril — abaissé de 25 points de base à 2 %

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 13 avril 2004.

mesurée par l'indice de référence se chiffrera en moyenne à quelque 1 1/2 % durant le reste de l'année et qu'elle reviendra à la cible de 2 % avant la fin de 2005.



La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture mondiale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

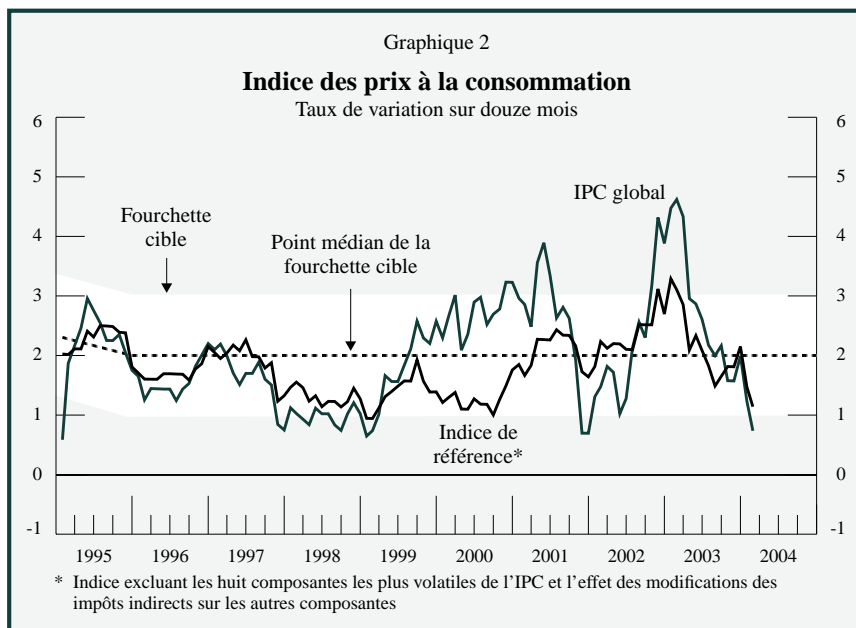
2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi au début de 2004 et était, en février, bien inférieure à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. De son côté, le taux d'augmentation de l'IPC global a reculé encore davantage en raison de la baisse des prix de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient un an plus tôt.

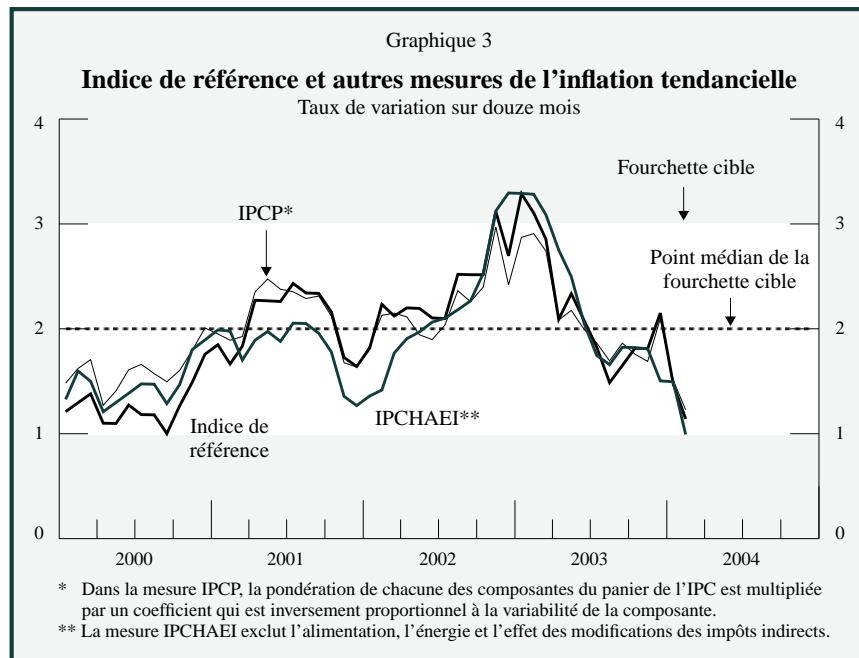
L'inflation et la cible de 2 %

Comme nous le prévoyions lors de la parution du *Rapport* d'octobre, l'inflation mesurée par l'indice de référence a chuté au début de 2004 alors que les effets des facteurs ponctuels ont cessé de se faire sentir (Graphique 2)¹. Après s'être établie à 1,8 % en moyenne entre août et décembre 2003, la progression de cet indice est tombée à 1,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit attentivement ont aussi diminué, et en février leur niveau avoisinait celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).

L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé au début de 2004.



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.



Le bond temporaire affiché par le taux d'accroissement de l'indice de référence en décembre 2003 résultait des remboursements sur les factures d'électricité accordés aux usagers ontariens à la fin de 2002. En janvier et février 2004, ce taux s'est réinscrit en baisse, l'influence de certains facteurs ponctuels s'étant largement dissipée. En particulier, les effets des fortes majorations des primes d'assurance automobile, lesquelles avaient, pendant quelque temps, poussé à la hausse le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, se sont sensiblement estompés. Le rythme d'augmentation de la composante alimentaire de cet indice s'est aussi modéré en début d'année, en partie à cause de l'appréciation du dollar canadien depuis le commencement de 2003. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser autour de 1 1/2 % au deuxième trimestre de 2004.

Le taux d'accroissement de l'IPC global est tombé en deçà de 1 % en février.

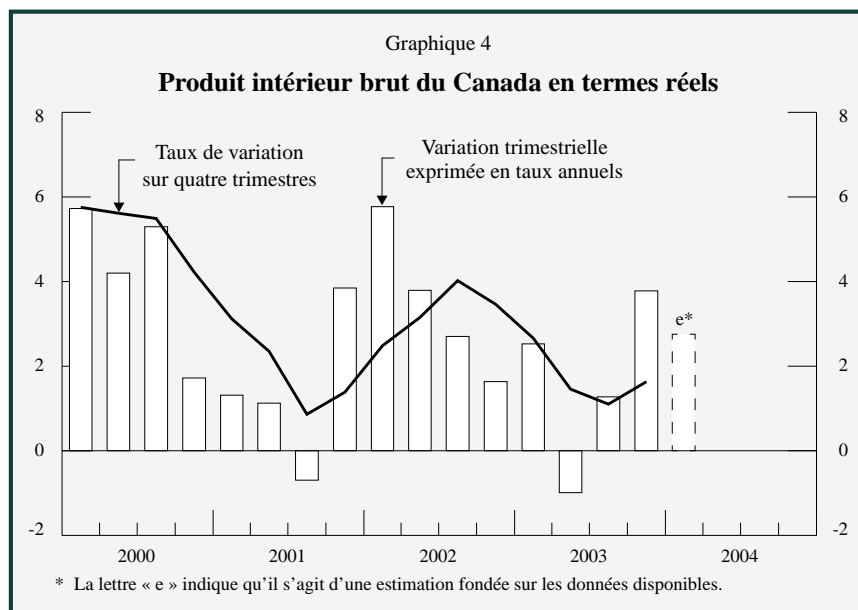
La progression sur douze mois de l'IPC global se chiffrait à 0,7 % en février, contre 2,0 % au mois d'août. Ce tassement, plus marqué que celui de l'indice de référence, s'explique surtout par les réductions des prix à la consommation de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux enregistrés un an plus tôt, de même que par le ralentissement prononcé de l'augmentation, en glissement annuel, du prix à la consommation du gaz naturel. Le pétrole brut, cependant, a renchéri considérablement depuis la mi-octobre, en raison de la vitalité de la demande en Asie et de l'incidence que l'hiver relativement rigoureux a eue sur les stocks en Amérique du Nord. Résultat, le cours du brut est actuellement bien supérieur au prix prévu dans le scénario de référence dont faisait état notre dernier *Rapport*.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

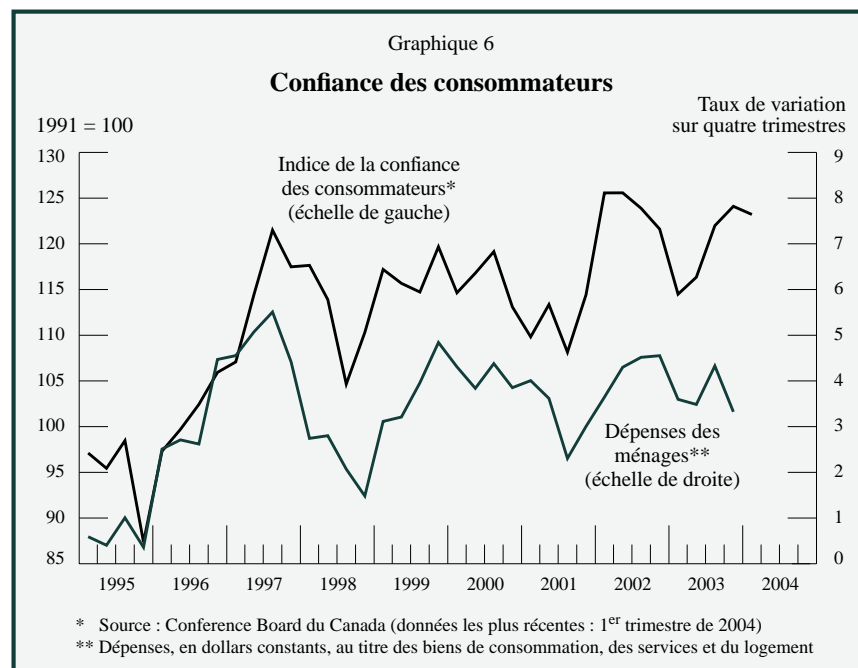
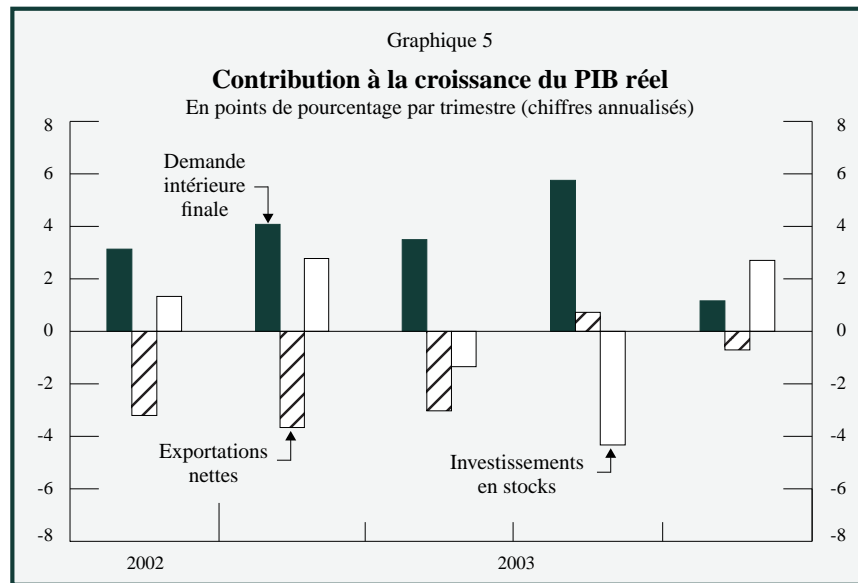
Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 1,3 % au troisième trimestre de 2003, ce qui est quelque peu inférieur à ce que nous avons prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport* (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance économique s'est accélérée pour atteindre un taux annualisé de 3,8 %, soit à peu près le rythme attendu dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier, bien que la demande intérieure finale ait été légèrement plus modeste et la demande extérieure un peu plus forte que prévu. Les indicateurs récents de la dépense et de l'activité donnent à penser que la croissance sera de près de 2 3/4 % au premier trimestre de 2004, ce qui est à peine moins que ce que nous projetions en janvier.

Au troisième trimestre de 2003, la croissance de l'économie canadienne a été légèrement inférieure à nos projections...



Au troisième trimestre de 2003, l'expansion a été ralentie par l'importante correction des stocks entreprise par les fabricants et les détaillants (Graphique 5). L'activité s'est également ressentie de la panne d'électricité qui a touché l'Ontario au mois d'août et de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits connexes survenu par suite de la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) en mai. Parallèlement, la demande intérieure finale s'est fortement accrue. Les investissements des entreprises ont fait un bond, tout comme les dépenses des ménages, à la faveur de la poursuite de la détente monétaire, du degré élevé de confiance des consommateurs (Graphique 6) et des baisses de prix.

... en raison de la correction des stocks opérée par les fabricants et les détaillants.



La croissance a repris vers la fin de l'année, comme prévu.

La remontée des investissements en stocks, conjuguée à l'atténuation des effets des chocs inhabituels mentionnés ci-dessus, a contribué grandement à la reprise observée vers la fin de l'année². À la faveur du renforcement de l'activité à l'échelle mondiale (Note technique 1), les exportations ont aussi connu un regain au

² La découverte vers la fin de l'année dernière 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, retardant encore du même coup le redémarrage de l'industrie bovine au pays.

Note technique 1

Les tendances récentes du volume des exportations

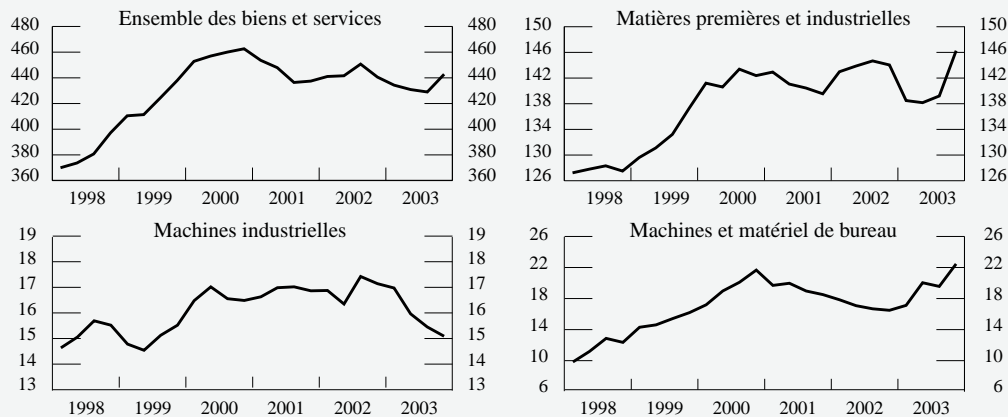
Après avoir vivement augmenté durant la seconde moitié des années 1990 et en 2000, les exportations de biens et de services stagnent depuis le début de 2001. Ce revirement est dû à plusieurs facteurs, dont la récession qui a frappé l'économie américaine et la reprise inégale que cette dernière a connue jusqu'au milieu de 2003. L'effondrement de la demande mondiale de nombreux types de biens d'équipement, en particulier dans le secteur des technologies de l'information et de la communication, a également contribué à freiner les exportations, tout comme la faiblesse marquée de la demande d'aéronefs et de pièces détachées dans la foulée des attentats du 11 septembre 2001. À ces difficultés se sont ajoutés les effets d'autres chocs de moindre ampleur et de nature plus temporaire, à savoir le recul des exportations de grains consécutif à de mauvaises récoltes en 2001 et 2002; l'embargo imposé à la fin de mai 2003 – et levé partiellement à la fin de septembre 2003 – sur les importations de bœuf et de bovins du Canada par suite de la découverte d'un cas de maladie de la vache folle; et la nette réduction de la demande de services de voyage et de transport au premier semestre de 2003, attribuable à la guerre en Iraq et à l'épidémie de SRAS.

Par ailleurs, le Canada a apparemment perdu des parts de marché au profit de la concurrence étrangère dans le cas de certains produits. En particulier, les exportations de machines et de matériel de bureau ont fléchi en proportion des investissements consacrés à ces biens aux États-Unis en 2001 et 2002, en raison peut-être d'une concurrence accrue de la part des pays à marché émergent, où les coûts sont moindres, et du taux moins élevé d'utilisation des capacités chez nos voisins du sud. Plus récemment, l'appréciation du dollar canadien semble avoir accentué les pressions à la baisse qui s'exercent sur les exportations de certains produits, notamment les machines industrielles.

Les exportations totales ont redémarré à la fin de 2003, grâce à l'atténuation des effets de certains chocs antérieurs ainsi qu'au vif élan donné aux exportations de matières premières et industrielles par la relance de l'activité industrielle mondiale et par la remontée des cours des produits de base. Les exportations de machines et de matériel de bureau se sont aussi raffermies, sous l'impulsion de la hausse considérable des dépenses consacrées à ces produits aux États-Unis. Si l'accélération des exportations de services de voyage observée au second semestre de l'année cadre avec la dissipation des retombées de chocs antérieurs, le solde du compte des voyages du Canada s'est néanmoins détérioré durant cette période, du fait d'une augmentation plus importante encore des importations de services de voyage, qui résulte peut-être de la vigueur du dollar canadien.

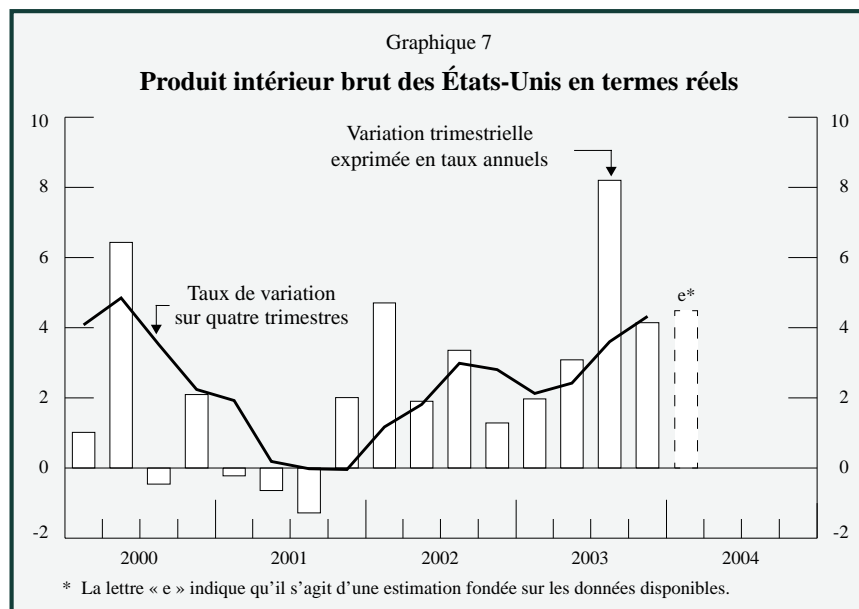
Volume des exportations : résultats globaux et chiffres pour certaines composantes

En milliards de dollars de 1997 – chiffres annuels désaisonnalisés



quatrième trimestre de 2003. Cependant, les importations ont augmenté encore davantage, et le rythme de progression de la demande intérieure finale a perdu de la vigueur qu'il affichait au troisième trimestre.

Aux États-Unis, l'essor de la dépense des ménages en logements et en biens et services, combiné à celui des investissements des entreprises en équipement et en logiciels, a donné lieu à une vive augmentation du PIB réel au second semestre de 2003 (celle-ci se chiffrant à 8,2 % au troisième trimestre, et à 4,1 % au quatrième). Les données préliminaires portent à croire que les dépenses accrues des ménages, les fortes dépenses des entreprises et l'importante reconstitution de stocks se traduiront par une croissance de l'ordre de 4 1/2 % au premier trimestre de 2004 (Graphique 7).



L'ajustement à la conjoncture internationale

En raison des événements survenus sur la scène internationale et de la montée du dollar canadien qui en a découlé...

L'un des faits qui ont marqué l'économie du Canada en 2003 et au début de 2004 a été le réalignement prononcé des monnaies, dont le dollar canadien. Durant cette même période, l'activité économique s'est vivement accélérée à l'échelle internationale, en particulier aux États-Unis et dans la plupart des pays asiatiques, et les prix mondiaux des produits de base ont augmenté. La montée en puissance de la Chine et de l'Inde sur la scène internationale est un autre facteur à l'œuvre. Les variations de la demande de certains types de produits canadiens découlant des changements dans la conjoncture mondiale exigeront des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligeront de nombreuses entreprises à s'adapter.

L'appréciation du dollar canadien implique que la croissance de l'économie de notre pays dépendra fortement de la demande intérieure. D'ailleurs, au dernier trimestre de 2003 et au début de 2004, l'expansion semble s'être ressentie de l'incidence de cette appréciation sur le volume net des exportations. Des déplacements d'activité devraient s'opérer, en faveur des exportations de produits de base et au détriment de celles de biens hautement manufacturés. Il est probable aussi que certains exportateurs canadiens se tournent vers les marchés de pays dont la monnaie s'est grandement appréciée par rapport au dollar américain. La réduction du coût des machines et du matériel importés des États-Unis devrait contribuer à stimuler les dépenses d'investissement et à accroître la productivité canadienne. Enfin, en réaction à l'évolution des marchés mondiaux, nos entreprises devront mettre en place de nouvelles chaînes d'approvisionnement et trouver de nouveaux créneaux pour leurs produits et services.

Certains des ajustements économiques provoqués par les grands changements survenus sur la scène internationale sont devenus manifestes en 2003. Mais la plupart des déplacements entre secteurs restent à venir. Bien que la rentabilité globale des entreprises soit demeurée élevée tout au long de l'année, les profits ont eu tendance à baisser dans les secteurs largement exposés à la concurrence mondiale (Note technique 2). En outre, l'avance de la production s'est consolidée et l'emploi a eu tendance à progresser, en moyenne, dans les industries du secteur des produits de base et dans celles qui sont peu exposées à la concurrence étrangère.

Les résultats de la dernière enquête de la Banque auprès des entreprises, qui s'est achevée en mars, confirment que des changements attribuables à l'évolution mondiale ont commencé à s'opérer³. Les firmes semblent un peu plus convaincues qu'elles pourront s'ajuster à l'appréciation du dollar canadien. Beaucoup de celles que la vigueur de notre monnaie touche défavorablement ont d'ailleurs pris des mesures pour en atténuer l'incidence, principalement en comprimant leurs coûts et en accroissant leur productivité. À l'opposé, les entreprises avantagées par la montée du dollar (du fait, surtout, qu'elles ont vu diminuer le coût des intrants importés) ont, dans certains cas, réagi en abaissant leurs prix de vente au pays, mais nombre d'entre elles en ont aussi profité pour améliorer leurs marges bénéficiaires. La plupart des entreprises désavantagées par l'appréciation de la monnaie canadienne se

... la croissance de notre économie dépendra fortement de la demande intérieure.

Beaucoup des entreprises qui ont été pénalisées par l'appréciation du dollar canadien ont déjà pris des mesures pour en atténuer l'incidence.

3. On peut consulter les résultats de l'enquête menée par la Banque auprès des entreprises au sujet de leur ajustement à l'appréciation du dollar canadien sur le site Web de l'institution, à l'adresse : <http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/sondage/rpm_sondage0404.pdf>.

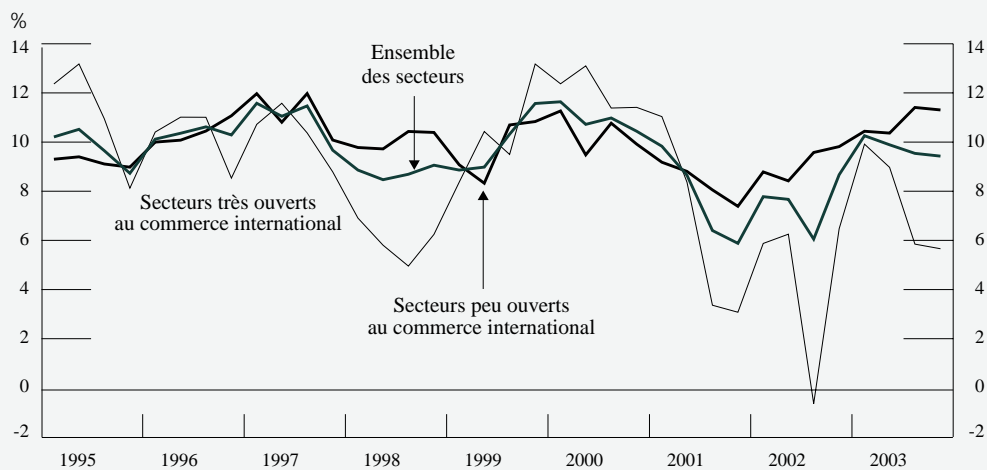
Note technique 2

L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : évolution sectorielle en 2003

En 2003, la rentabilité et la production des entreprises canadiennes ont évolué de façon fort contrastée selon les secteurs, et ce pour plusieurs raisons liées à l'ajustement de l'économie aux modifications de la conjoncture internationale. L'appréciation du dollar canadien, le raffermissement de l'activité à l'échelle mondiale, le renchérissement consécutif des produits de base ainsi que l'intégration et l'essor continus de grandes économies émergentes comme la Chine et l'Inde ont eu des effets très variés sur les différents secteurs de l'économie canadienne. La modification des niveaux de rentabilité et d'activité, parmi les secteurs, a aussi entraîné des changements profonds dans la répartition sectorielle de l'emploi.

L'incidence de la hausse du dollar canadien s'est rapidement fait sentir sur la rentabilité des entreprises qui appartiennent à des secteurs dans lesquels les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) et qui recourent de façon limitée à des opérations de couverture. En effet, bien que la rentabilité globale soit demeurée bonne en 2003, le taux moyen de rendement des capitaux propres a nettement reculé, au second semestre, dans les secteurs dont le degré d'ouverture au commerce international¹ est positif et relativement élevé. L'érosion de la rentabilité a été particulièrement prononcée dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. En revanche, au cours de la dernière année, la rentabilité a le plus augmenté dans les secteurs dont le degré d'ouverture nette aux échanges internationaux est faible ou négatif (p. ex., le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers).

Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



1. 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, selon la formule mise au point par Dion (1999-2000). Par exemple, les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations sont considérés comme très ouverts au commerce international.

Note technique 2 (suite)

Toutes choses égales par ailleurs, on s'attend à ce qu'une hausse du dollar canadien réduise la demande extérieure de biens et de services produits au Canada. De fait, la croissance de la production est, depuis un an, un peu moins vigoureuse dans les branches très ouvertes au commerce international qu'elle ne l'est dans les autres. L'activité a considérablement ralenti dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. La reprise de l'économie mondiale est toutefois venue contrebalancer en partie l'incidence négative de la montée du dollar sur la demande dans certaines de ces branches. Ainsi, la production s'est vivement accrue dans les secteurs de l'exploitation minière, de la première transformation des métaux et de la fabrication de produits électroniques et informatiques au cours de la dernière année. Durant la même période, la forte progression de la demande intérieure finale au Canada a aussi stimulé l'activité dans plusieurs secteurs peu ouverts aux échanges internationaux, comme l'impression et l'édition, la construction et le commerce de gros.

Face à la faiblesse persistante de leur niveau de rentabilité, de nombreuses entreprises appartenant aux secteurs très ouverts au commerce international ont commencé à procéder à des ajustements en 2003. L'emploi a chuté dans la plupart de ces secteurs l'an dernier alors qu'il a augmenté de façon marquée dans diverses branches peu ouvertes aux échanges internationaux, comme la construction, le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers, les assurances et l'immobilier.

Évolution de l'activité sectorielle en 2003			
Taux de variation en glissement annuel			
Secteur	Part du PIB global	Croissance du PIB réel	Croissance de l'emploi
Ensemble des entreprises	81,0	+1,9	+1,4
Secteurs très ouverts au commerce international	19,2	+0,9	-1,9
Dont :			
Combustibles minéraux	2,2	+1,9	+7,7
Produits de base non énergétiques et non agricoles	7,2	+2,7	-0,8
Autres secteurs très ouverts	9,8	-0,6	-2,4
Secteurs peu ouverts au commerce international ^a	61,8	+2,2	+1,9

a. Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

sont montrées aussi optimistes que les autres en ce qui concerne les prévisions de croissance des ventes, mais elles l'étaient considérablement moins au chapitre de leurs intentions d'embauche et d'investissement.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

L'économie canadienne tourne en deçà de son potentiel depuis le deuxième trimestre de 2003.

Les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie tourne en deçà de son potentiel depuis le second trimestre de l'an dernier (Graphique 8). Même si l'écart de production s'est rétréci quelque peu au quatrième trimestre, il subsiste d'importantes capacités excédentaires. Compte tenu de la révision à la baisse qui a été apportée aux données du PIB au Canada pour le deuxième trimestre de 2003 et des taux de croissance inférieurs aux attentes au second semestre suivant, la Banque estime que l'écart de production était un peu plus prononcé à la fin de l'année que ce qu'elle avait projeté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

Plusieurs indicateurs étayant l'opinion selon laquelle la marge de capacités inutilisées s'est accrue depuis le commencement de 2003. Ainsi, le pourcentage d'entreprises ayant signalé des pressions sur la capacité dans le cadre de la dernière enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque a diminué par rapport à



ce qu'il était au début de l'année dernière. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence est descendue sous la cible de 2 %. Cependant, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles était sensiblement le même au quatrième trimestre de 2003 que lors des trimestres précédents, s'établissant à peu près au niveau moyen enregistré pour la période 2000-2003.

L'analyse que fait la Banque des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche actuellement un excédent supérieur à ce qu'indiquent les mesures qu'elle emploie habituellement. Les estimations de l'écart de production sont toutefois entachées de plus d'incertitude que d'habitude. En effet, en raison des déplacements d'activité intersectoriels qui sont en cours — et qui sont causés par l'évolution de la demande —, il est plus difficile encore d'évaluer les capacités effectives.

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Malgré une légère remontée de la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises au quatrième trimestre de 2003 sont restés quasiment identiques à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur n'a que peu varié entre les quatrièmes trimestres de 2002 et de 2003. La progression de la rémunération du travail a été particulièrement faible dans les secteurs qui ont eu à subir les contrecoups de la série de chocs inhabituels ayant frappé l'économie canadienne en 2003, de sorte que cette atonie ne devrait être que passagère. D'ailleurs, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération, qui se fonde entre autres sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, semble avoir augmenté, pour atteindre environ 2 3/4 % depuis le milieu de 2003 (Graphique 10)⁴.

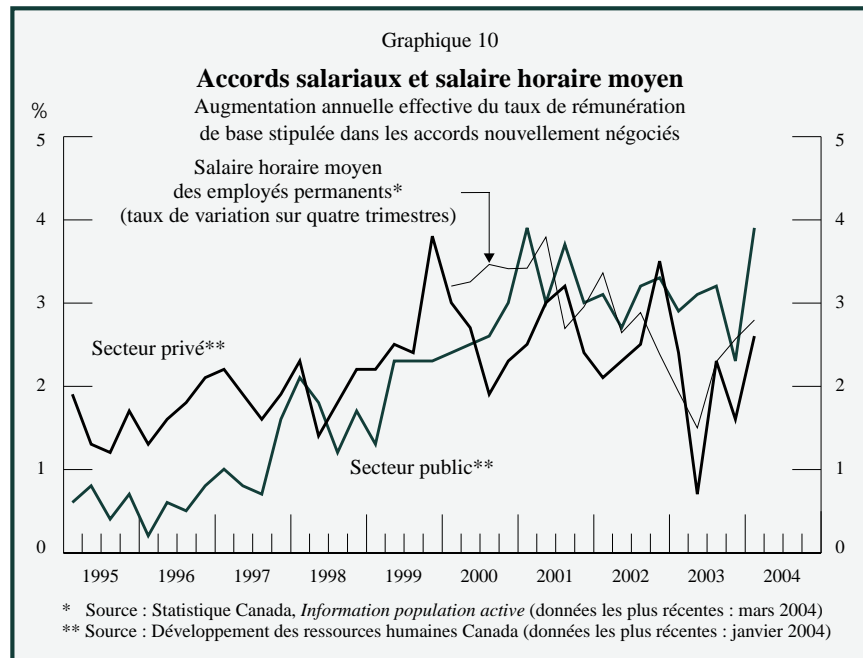
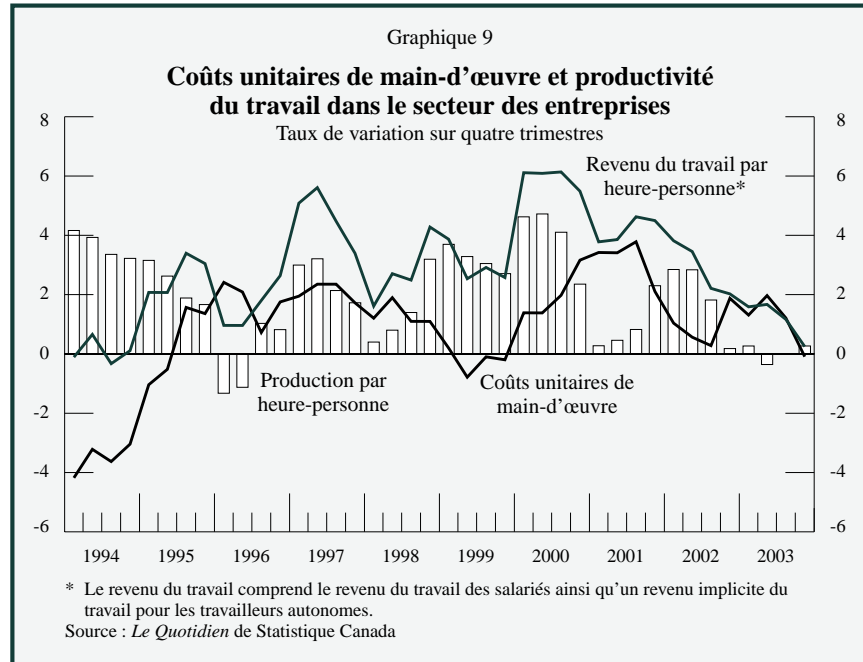
En raison de la hausse marquée, en 2003, des cours mondiaux des produits de base que le Canada exporte, l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) a été l'an dernier bien supérieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 11). Les produits de base non énergétiques ont de nouveau renchéri depuis la fin de 2003 (Graphique 12). La forte demande en Asie a aidé les cours des métaux et des céréales

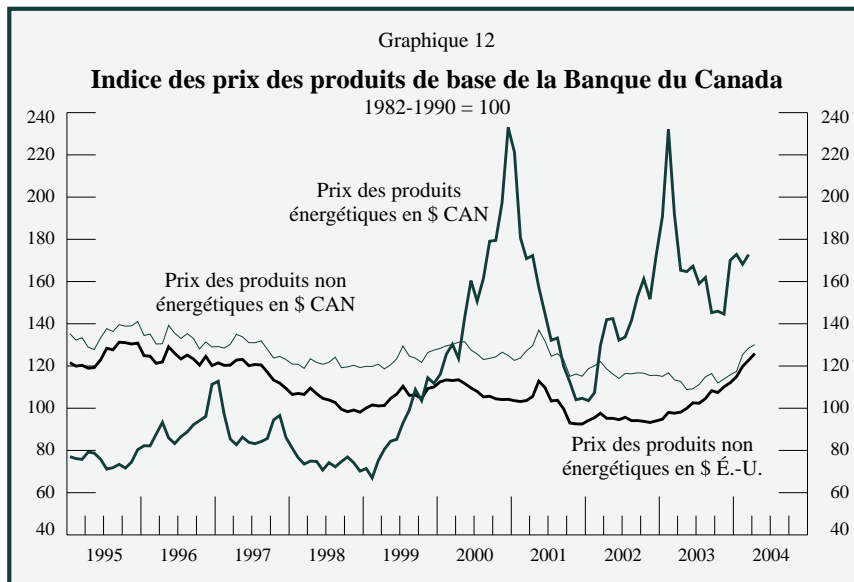
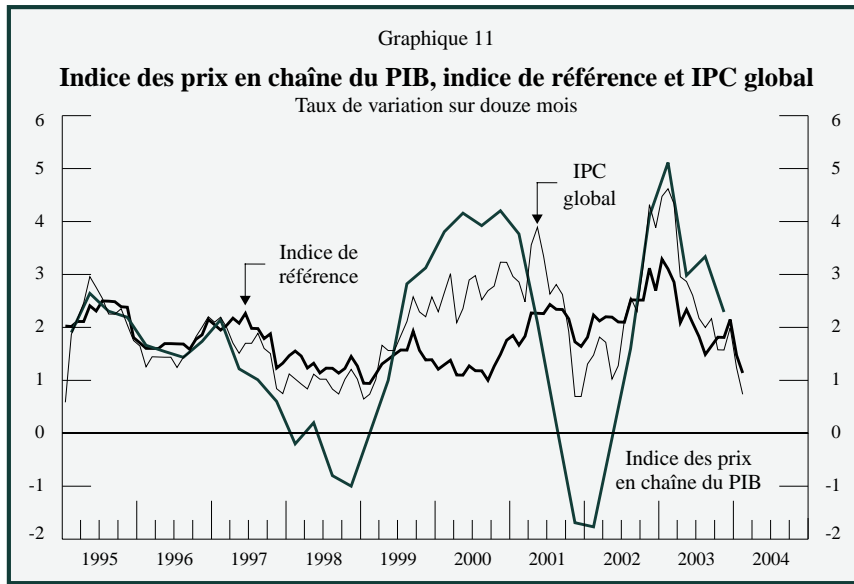
Les coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre de 2003 sont restés quasiment identiques à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

Le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération est d'environ 2 3/4 %.

4. Les augmentations annuelles moyennes qui ont été négociées dans le secteur public en janvier 2004 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus bas que d'habitude.

à rester élevés. Parallèlement, les attentes d'une poursuite de la demande vigoureuse de logements en Amérique du Nord en 2004, conjuguées à la volonté des grossistes américains de ramener leurs stocks de bois d'œuvre à des niveaux plus normaux, ont contribué à une vive remontée des prix de ce matériau.



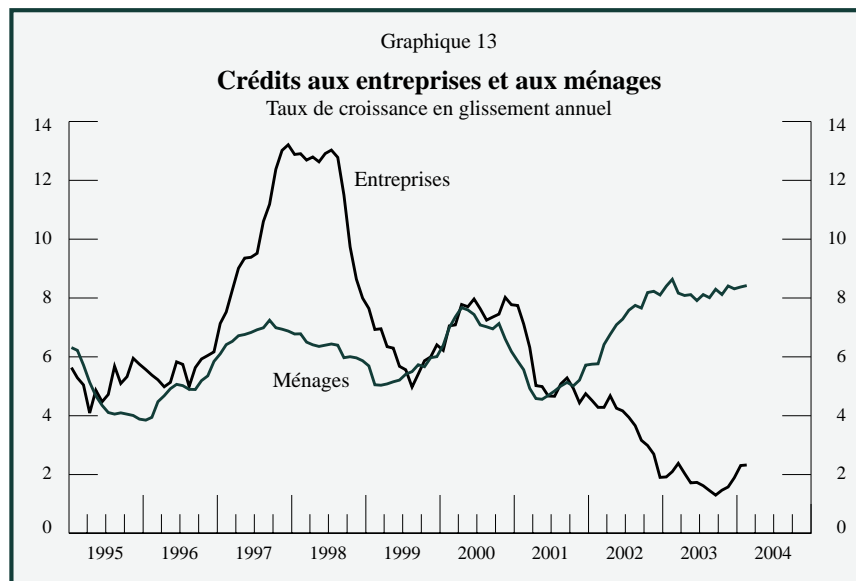


3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières ont continué de s'améliorer.

L'amélioration des conditions financières dont faisait état le *Rapport* d'octobre s'est poursuivie au Canada, comme presque partout ailleurs dans le monde. Les marchés boursiers ont continué de se raffermir, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont amenuisés et la courbe des rendements s'est déplacée vers le bas. La situation financière et la rentabilité des banques au pays restent saines, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit, et le niveau des liquidités est très élevé.

La demande de crédit des sociétés non financières s'est redressée ces derniers mois, mais elle demeure modeste, la hausse des bénéfices ayant permis à ces dernières de financer la majeure partie de leurs investissements à même leurs fonds autogénérés (Graphique 13). Nourri par les importantes émissions d'obligations et l'essor du marché des fiducies de revenu, le crédit à long terme aux entreprises a progressé de façon soutenue, tandis que le crédit à court terme reste inférieur à ce qu'il était il y a un an.

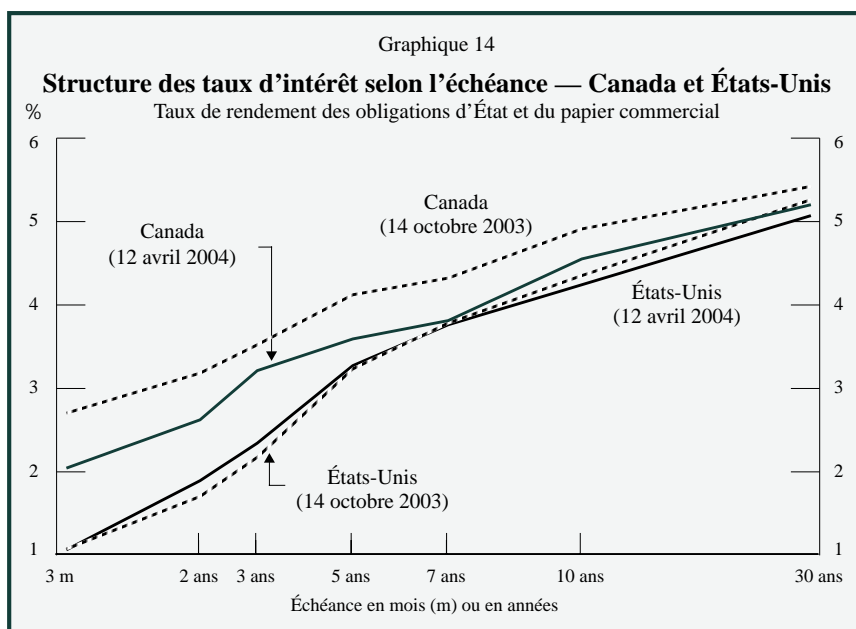


Le crédit aux ménages s'accroît toujours à un rythme rapide grâce au dynamisme de la consommation et du marché du logement. La faiblesse des taux d'intérêt a eu pour effet de maintenir les ratios du service de la dette à de bas niveaux, et la montée des prix des maisons a renforcé la situation financière des ménages. Cette dernière ne devrait donc pas être un frein à la croissance économique durant la période à venir.

La courbe des rendements au pays s'est déplacée vers le bas depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Dans le cas des échéances

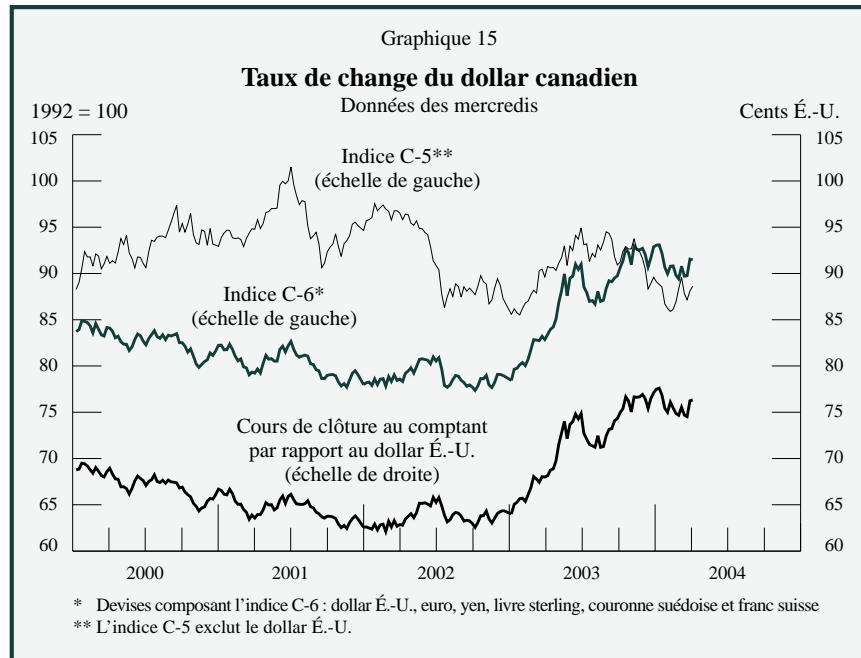
rapprochées, ce mouvement tient à la réduction, tant anticipée qu'effective, des taux directeurs.

Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines pour les échéances rapprochées se sont fortement rétrécis entre octobre 2003 et février 2004 du fait que les taux d'intérêt ont baissé au Canada alors que les rendements des obligations du Trésor américain sont restés plutôt stables (Graphique 14). Leur diminution a été particulièrement marquée dans le cas des échéances de deux ans. Les écarts de rendement n'ont guère varié depuis février.



D'octobre à janvier, le dollar américain s'est affaibli par rapport à la plupart des devises. À la faveur de ce recul généralisé, le dollar canadien a atteint son plus haut niveau en dix ans, soit 78,86 cents É.-U., au début de janvier (Graphique 15). Depuis, de nombreuses monnaies, dont celle du Canada, voient leur cours fluctuer à l'intérieur de fourchettes assez larges mais plus stables. Dans le cas du dollar canadien, cette fourchette s'est établie entre 74 1/2 et 76 1/2 cents É.-U., ce qui se rapproche des valeurs observées au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

Depuis octobre, le dollar canadien fluctue à l'intérieur d'une fourchette large mais stable.



4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La reprise de l'activité économique à l'échelle mondiale se généralise et se raffermi, ce qui transparaît dans les prévisions émanant tant du secteur public que du secteur privé. Cette évolution est grandement soutenue par les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes adoptées par de nombreux pays. Elle s'explique aussi par l'intégration continue, à l'économie mondiale, d'importants pays à marché émergent comme la Chine et l'Inde. De fait, la contribution de la Chine et des économies nouvellement industrialisées d'Asie à l'essor projeté de l'activité économique dans le monde dépasse celle des États-Unis (voir le Tableau 1).

La reprise de l'activité à l'échelle mondiale se raffermi...

	Part du PIB mondial réel ^b (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage)			Contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage)		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
États-Unis	21	3,1	5,0	4,5	0,65	1,05	0,95
Union européenne	20	0,7	1,8	2,5	0,14	0,36	0,50
Japon	7	2,7	3,2	2,2	0,19	0,22	0,15
Chine et ENI d'Asie ^c	16	6,2	6,9	6,4	0,99	1,10	1,02
Autres	36	3,0	4,3	4,0	1,08	1,55	1,44
Ensemble du monde	100	3,1	4,3	4,1	3,1	4,3	4,1

- a. Sources : Projections de la Banque du Canada pour les États-Unis, le Japon et l'Union européenne. Les prévisions pour les autres régions ont été calculées à partir des données de Consensus Economics (8 mars et 5 avril 2004).
- b. La part de chaque pays pour 2002 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 2003.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Les perspectives à court terme d'une croissance robuste aux États-Unis se sont améliorées. La Banque estime que l'expansion atteindra un rythme d'environ 5 % en 2004 et 4 1/2 % en 2005 chez nos voisins du sud, principalement à la faveur du dynamisme des investissements et des dépenses de consommation. On s'attend à ce que les entreprises réinvestissent leurs profits afin de répondre à la demande anticipée et de réapprovisionner leurs stocks. De plus, les ménages bénéficieront des baisses d'impôt accordées et des gains projetés au chapitre de l'emploi. Toutefois, les cours élevés du pétrole,

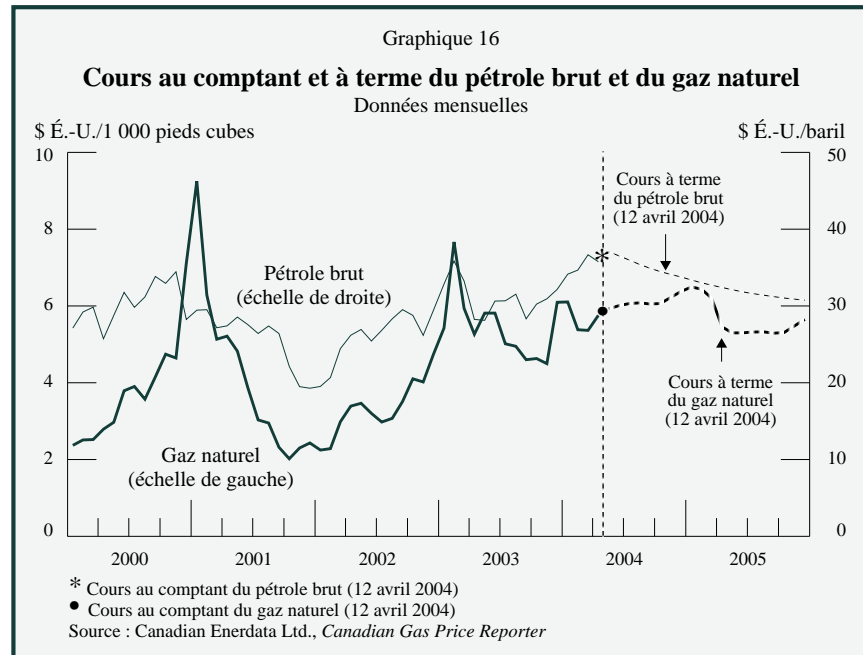
s'ils devaient se maintenir, pourraient assombrir les perspectives de croissance aux États-Unis pour les deux prochaines années.

Au Japon, bien qu'il reste encore beaucoup à faire en matière de réforme économique et financière, une reprise durable est peut-être en cours sous l'effet de l'essor des exportations et de l'investissement. Si les perspectives semblent s'améliorer dans la zone euro, la conjoncture demeure anémique à court terme. En revanche, l'économie du Royaume-Uni tourne presque à plein régime. Du côté des pays à marché émergent, les perspectives de croissance de la Chine et de l'Inde sont très favorables.

Bien que les prévisions à court terme soient nettement meilleures qu'elles ne l'étaient, certains risques et certaines incertitudes subsistent au-delà de cet horizon. Par exemple, on ignore si les importants déséquilibres des finances publiques et de la balance courante de bon nombre des grandes économies de la planète se résorberont sans nuire à la croissance.

... apportant un soutien aux cours des produits de base non énergétiques.

La forte expansion prévue, particulièrement dans diverses économies asiatiques, devrait continuer à soutenir les cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2004 et en 2005. Selon le scénario de référence de la Banque, les cours du pétrole brut devraient fléchir pour s'établir à environ 32 dollars É.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et rester stables par la suite jusqu'au milieu de 2005. Quant aux prix du gaz naturel, ils devraient demeurer proches, jusqu'à la fin de 2004, des niveaux élevés auxquels ils se situent présentement. Ces projections, qui s'appuient sur les cours actuels des contrats à terme, sont nettement supérieures à celles que nous avançons il y a six mois (Graphique 16).



La demande et l'offre globales au Canada

La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement, en 2004 et 2005, de la demande intérieure privée, elle-même stimulée par la détente monétaire et la solide confiance des entreprises et des consommateurs. L'expansion de l'activité mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base, conjugués aux conditions financières favorables et à la diminution du coût des machines et du matériel importés attribuable à la hausse du dollar canadien, devraient donner lieu à une solide progression des investissements des entreprises. De plus, malgré un ralentissement vers la fin de 2003, on s'attend encore à ce que la dépense des ménages s'accroisse à un bon rythme, à la faveur entre autres d'un essor des revenus réels. Les dépenses des administrations publiques en biens et services, pour leur part, sont appelées à augmenter modérément au cours de cette période.

Les exportations canadiennes devraient bénéficier d'une nouvelle poussée de l'activité économique aux États-Unis et dans le monde. Néanmoins, on prévoit que le bas niveau du dollar américain freinera l'expansion de nos exportations et stimulera nos importations. De fait, les exportations nettes ne devraient pas concourir à la croissance cette année ni l'an prochain (Tableau 2).

La croissance de l'économie canadienne proviendra principalement de la demande intérieure privée.

Tableau 2 Contributions à la croissance annuelle moyenne du PIB réel en points de pourcentage			
	2003	2004	2005
Consommation	1,9	1,3	2,1
Logement	0,4	0,3	0,1
Administrations publiques	0,7	0,5	0,7
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7	0,9
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	<i>3,4</i>	<i>2,8</i>	<i>3,8</i>
Exportations	-0,8	2,1	2,1
Importations	-1,4	-2,1	-2,2
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	<i>-2,2</i>	<i>0</i>	<i>-0,1</i>
Stocks	0,5	-0,1	0,1
PIB	1,7	2,7	3,8

La croissance devrait se raffermir en 2004 et 2005, ...

... et l'économie tourner presque à plein régime au troisième trimestre de 2005.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé depuis la mi-octobre.

Dans son scénario de référence, la Banque estime présentement que le taux d'expansion du PIB réel sera d'environ 2 3/4 % pour l'année 2004, et qu'il se hissera aux alentours de 3 3/4 % en 2005. Bien qu'inférieure aux chiffres contenus dans le *Rapport* d'octobre, la projection de la Banque pour 2004 est la même que celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier. Elle s'approche aussi de très près de la moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, tandis que la projection pour 2005 dépasse légèrement cette moyenne.

La prévision de la Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel avoisinera 2 3/4 % en rythme annuel au premier semestre de 2004 et qu'il remontera ensuite à quelque 3 1/2 % au second semestre de cette année pour culminer aux environs de 4 % durant la première moitié de 2005. Ce scénario implique que l'écart de production restera essentiellement inchangé d'ici la fin de 2004, mais que l'économie tournera presque à plein régime au troisième trimestre de l'année suivante.

La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture internationale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

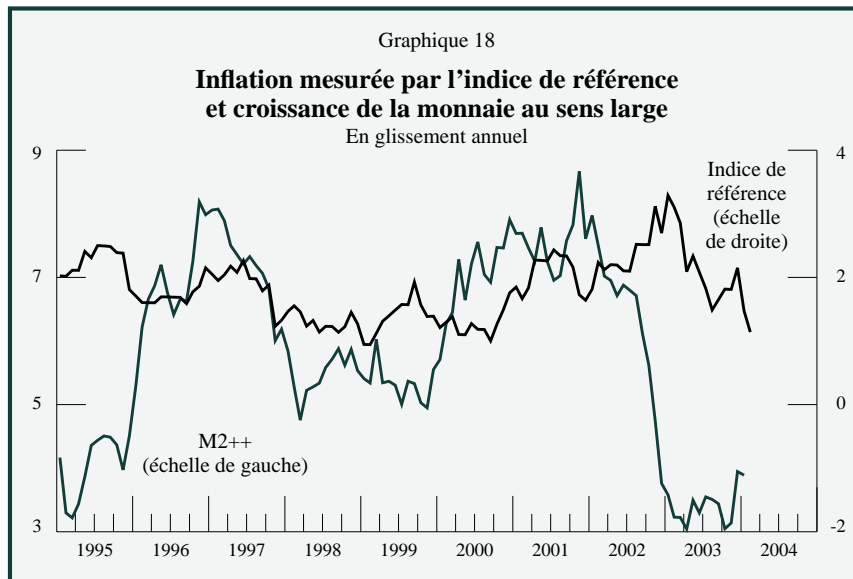
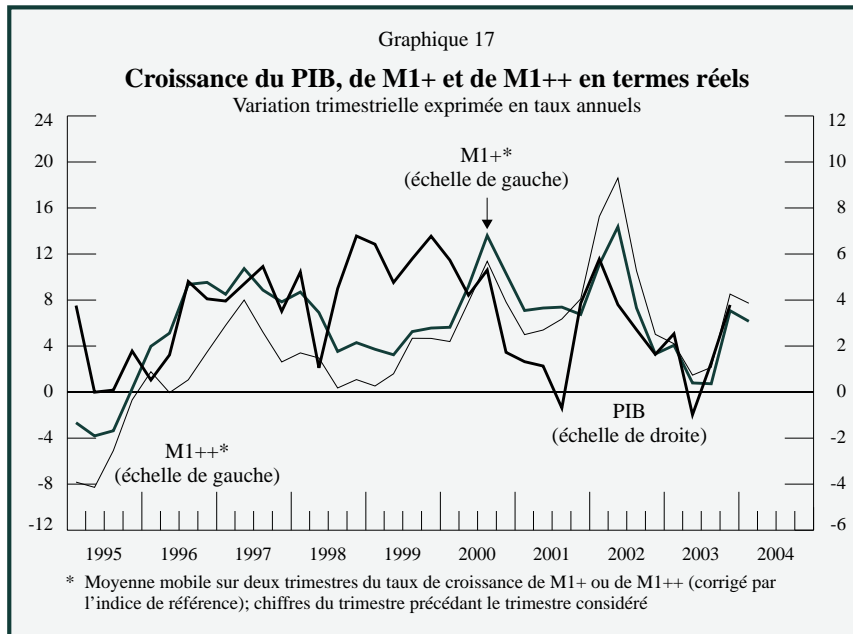
La mesure des attentes relatives à l'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont guère changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme demeurent 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 84 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, soit sensiblement le même pourcentage qu'à l'automne dernier. En outre, presque toutes les entreprises sondées récemment par les bureaux régionaux de 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. Bien que le rythme d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 ait encore fléchi pour s'établir à 1,4 %, celui prévu pour 2005 se situe tout juste sous 2 %. Les taux attendus à plus long terme continuent généralement aussi de frôler les 2 %.

L'incidence de l'expansion monétaire sur l'inflation

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, s'est raffermi depuis la parution du *Rapport* d'octobre, à la faveur notamment de l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Cette nette progression touche à la fois les dépôts des ménages et ceux des entreprises et cadre avec les perspectives à court terme et la récente accélération de la croissance de la production (Graphique 17).

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit cadre avec les perspectives de croissance à court terme...



... mais la faible progression de M2++ laisse entrevoir le risque que l'inflation soit moins élevée que prévu.

Le taux d'augmentation de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est quelque peu redressé par rapport au niveau relativement bas où il se situait en octobre (Graphique 18). Cette remontée tient en grande partie à la croissance rapide de la monnaie au sens étroit. Le retour en force des fonds communs d'actions au détriment d'autres actifs a également joué un rôle, renversant la tendance des derniers mois. Malgré ce regain, la faiblesse persistante de la progression de M2++ laisse entrevoir le risque que l'inflation soit moins élevée que prévu.

Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 1 1/2 % tout au long de 2004...

Les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens et du travail devraient contribuer à maintenir jusqu'au milieu de 2005 le taux d'inflation observé en deçà du taux attendu à long terme. On pense toutefois que cet effet s'estompera graduellement à mesure que l'écart de production se résorbera. L'appréciation du dollar canadien depuis le début de 2003 continuera probablement aussi durant le reste de l'année à tirer légèrement vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence.

... avant de remonter à environ 2 % d'ici la fin de 2005.

La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de référence demeurera aux alentours de 1 1/2 % tout au long de 2004, avant de retourner progressivement à la cible de 2 % d'ici la fin de l'an prochain (Tableau 3)⁵.

Tableau 3 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres*						
	2004				2005	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,3 (1,3)	1,4 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)
IPC global	0,9 (0,9)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,6 (1,4)	1,7 (1,7)
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril)						
WTI (niveau)	35 (33)	33 (31)	32 (30)	32 (30)	32 (28)	30 (28)

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

5. En avril 2004, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire, un deuxième remboursement accordé aux consommateurs d'électricité en Ontario ayant fait reculer cet indice en avril 2003.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par le comportement des cours du pétrole brut (Graphique 16). Compte tenu du net renchérissement du brut ces derniers mois, on s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global dépasse quelque peu celui de l'indice de référence au deuxième trimestre de 2004. Si le prix du West Texas Intermediate fléchit pour s'établir à environ 32 dollars É.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et à 30 dollars É.-U. au second semestre de 2005, comme le laissent entrevoir les prix des contrats à terme, le rythme de progression de l'IPC global devrait tomber légèrement en deçà de celui de l'indice de référence en 2005.

Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait s'établir à un niveau proche de celui de l'indice de référence après le milieu de 2004.

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.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2004). *Index of Business Confidence* (hiver).

_____ (2004). *Index of Consumer Confidence* (mars).

Consensus Economics Inc. (2004). *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.

Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.

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

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