

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2003 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 janvier 2003 et constitue une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire publié en octobre 2002

Au moment de la rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre dernier, la Banque prévoyait que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmenterait au quatrième trimestre de 2002 sous l'influence de divers facteurs ponctuels, dont la hausse des primes d'assurance, et de l'effet d'écho de certaines conditions observées vers la fin de 2001. On s'attendait à ce que l'incidence globale de ces facteurs culmine au quatrième trimestre, faisant grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence à 3 % environ à la fin de l'année, et à ce que cette incidence s'atténue tout au long de 2003. On estimait ainsi que le taux d'accroissement de l'indice de référence et celui de l'IPC global redescendraient à 2 % au second semestre de 2003.

Les taux d'inflation enregistrés depuis la parution du *Rapport* d'octobre ont été quelque peu supérieurs aux prévisions, ce qui est attribuable non seulement à un relèvement plus important que prévu des primes d'assurance, mais aussi à une certaine généralisation des pressions sur les prix.

Le rythme de croissance de l'économie canadienne, qui avait été beaucoup plus rapide que celui de la production potentielle au premier semestre de 2002, s'est ralenti pour revenir à un taux proche de ce dernier durant la seconde moitié de l'année. Sous l'effet de cette baisse de régime, le niveau de l'activité économique au pays est demeuré

Faits saillants

- Les taux d'inflation ont augmenté un peu plus que ce que l'on prévoyait au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre dernier.
- Cette hausse de l'inflation supérieure aux attentes est attribuable à un relèvement plus important que prévu des primes d'assurance et à une certaine généralisation des pressions sur les prix, ce qui pourrait indiquer que l'économie tourne plus près des limites de sa capacité que la Banque ne l'avait d'abord cru.
- Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes incertitudes d'ordre géopolitique et économique.
- Dans le scénario de référence de la Banque concernant les perspectives de croissance du Canada, on s'attend à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité.
- Comme les conditions monétaires sont actuellement très expansionnistes, une réduction de la détente en place sera nécessaire pour que l'inflation revienne à la cible de 2 % à moyen terme.

près des limites de la capacité de production depuis le milieu de 2002. De fait, les taux d'inflation plus élevés que prévu et diverses mesures des pressions s'exerçant sur l'appareil de production donnent à penser que l'économie tournerait actuellement plus près de ces limites que la Banque ne l'avait d'abord cru.

La décélération de l'expansion de l'activité économique au second semestre de 2002 tient aux incertitudes régnant sur les scènes financière et géopolitique et à la faiblesse de l'économie mondiale. Bien que la situation sur les marchés financiers s'améliore — et l'on suppose qu'elle continuera de le faire —, il subsiste d'importantes préoccupations d'ordre géopolitique et économique. C'est pourquoi la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 2,75 % le 3 décembre 2002 et le 21 janvier 2003 (Graphique 1).

Sur le plan géopolitique, le scénario de référence de la Banque concernant la croissance de l'économie canadienne cette année repose sur l'hypothèse que les incertitudes liées aux tensions au Proche-Orient se dissiperont au second semestre de 2003. Il faut préciser, cependant, que les résultats économiques à l'échelle mondiale et au Canada pourraient être fortement influencés par la tournure des événements dans cette région.

D'après le scénario de la Banque, la progression qu'enregistrera l'activité au Canada en 2003 devrait être proche de celle de la production potentielle. Par conséquent, on s'attend à ce que l'économie continue à

tourner près des limites de sa capacité de production. On croit par ailleurs que le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global baisseront durant l'année à mesure que l'influence des facteurs ponctuels s'estompera, mais qu'ils se situeront vraisemblablement encore au-dessus de 2 % à la fin de 2003, soit à un niveau plus élevé qu'on ne le pensait dans le *Rapport* d'octobre.

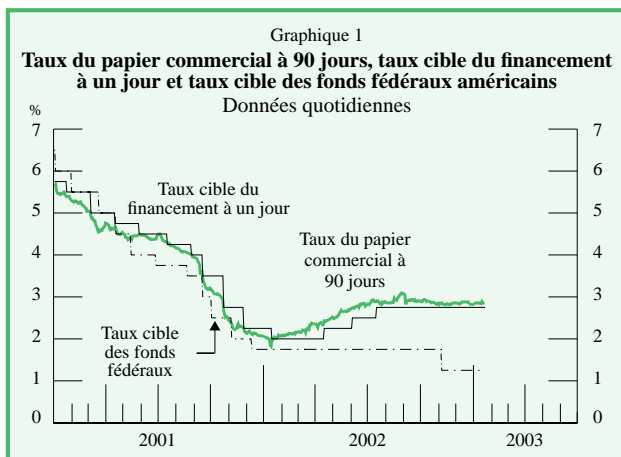
Dans l'ensemble, comme les conditions monétaires sont actuellement très expansionnistes, la Banque devra resserrer sa politique monétaire afin de ramener l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme. Elle tiendra compte, toutefois, d'un certain nombre d'éléments pour déterminer le rythme auquel elle majorera ses taux directeurs.

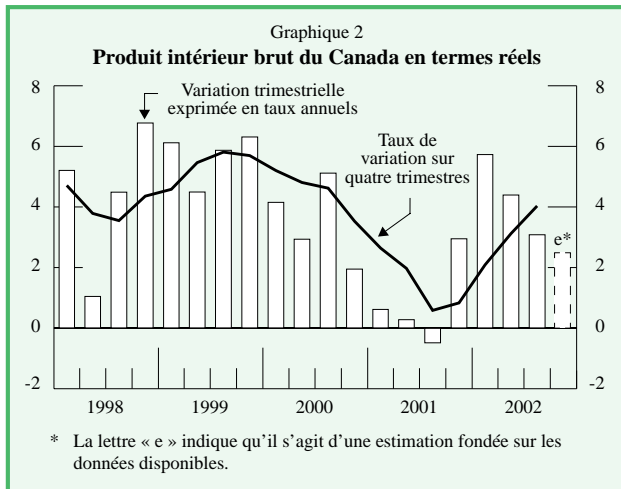
Premièrement, même si la hausse récente de l'inflation résulte en bonne partie de facteurs ponctuels, on ne peut exclure la possibilité que les pressions de la demande soient en train de s'intensifier. Deuxièmement, la Banque doit prévenir le risque qu'une inflation dépassant de façon persistante la cible de 2 % n'entraîne une augmentation du taux d'inflation tendancielle attendu. Troisièmement, bien que les conditions financières se soient améliorées, la confiance des investisseurs et des entreprises reste fragile en raison du climat géopolitique incertain. Quatrièmement, l'évolution de la situation au Proche-Orient pourrait se répercuter sur la demande et l'inflation par divers canaux, tant à l'échelle internationale qu'au Canada (voir l'Annexe).

L'évolution économique et financière récente

Au second semestre de 2002, la croissance de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence très rapide enregistrée plus tôt pendant l'année. On estime que le PIB réel (Graphique 2), après avoir progressé à un taux annualisé de 5,1 % au premier semestre, se serait accru, dans la seconde moitié de l'année, de près de 3 %.

À la faveur des conditions monétaires très expansionnistes créées par les bas taux d'intérêt, la dépense des ménages a fortement augmenté en 2002. Les dépenses des





entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement redressées. Toutefois, l'incertitude accrue qui pèse sur les perspectives économiques a freiné l'activité dans le secteur de la construction non résidentielle et le rythme d'accumulation des stocks au second semestre de l'année dernière. Si la croissance affichée par les exportations canadiennes a été vigoureuse durant la majeure partie de 2002, elle semble s'être tassée vers la fin de l'année à cause du ralentissement de l'expansion économique aux États-Unis.

La situation sur les marchés financiers s'est améliorée depuis la publication du dernier *Rapport*. Les prix des actions au Canada et aux États-Unis ont remonté par rapport aux creux enregistrés en octobre, et la volatilité observée sur le marché des actions et celui des obligations a diminué. Les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont rétrécis mais restent élevés, particulièrement pour les emprunteurs moins bien cotés. Les banques, quant à elles, sont demeurées prudentes en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux grandes entreprises. Néanmoins, les emprunteurs ayant une bonne cote de crédit ont accès, par l'intermédiaire des marchés de capitaux, à un financement à des taux d'intérêt voisins des niveaux les plus bas depuis dix ans.

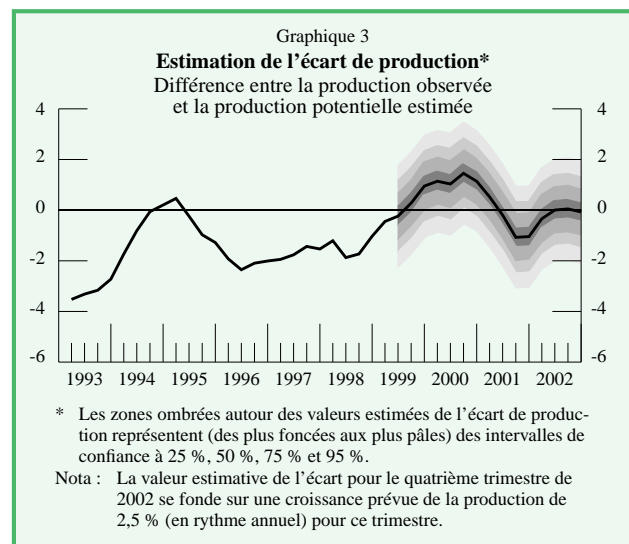
Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise

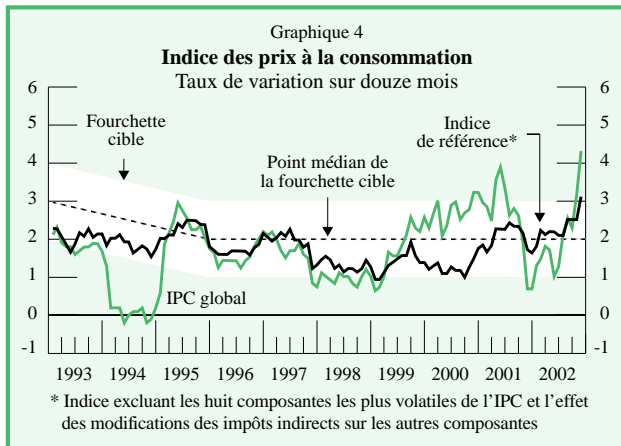
habituellement, l'économie fonctionnerait près des limites de sa capacité depuis le milieu de 2002 (Graphique 3). Un certain nombre d'autres indicateurs confortent cette estimation, y compris le taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles, la position cyclique des marges bénéficiaires et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre qualifiée dans le cadre de l'enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque.

Cependant, selon d'autres indicateurs du marché du travail, la marge de ressources inutilisées serait légèrement plus élevée que ne le donne à penser la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse substantielle que connaît l'emploi depuis le début de 2002 semble avoir été en grande partie satisfaite par une augmentation de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent l'augmentation marquée du taux d'activité et l'absence de pressions sur les salaires.

Le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence porte également à croire qu'il existe au sein de l'économie une marge de capacités excédentaires moins élevée que la Banque ne le pensait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'élevait à 3,1 % en novembre, dépassant le niveau projeté dans le dernier





Rapport (Graphique 4). Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit de près ont toutes monté pour s'établir sensiblement au même taux (Graphique 5).

Plusieurs facteurs ponctuels ont contribué à faire grimper le taux d'accroissement de l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Les fortes majorations des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation expliquent 1,0 point de pourcentage de l'inflation enregistrée en novembre. Bien qu'elles se soient modérées quelque peu depuis août, les augmentations sur douze mois des prix de l'électricité en Ontario sont demeurées élevées¹. La poussée de l'inflation tient également à l'effet d'écho des rabais temporaires pratiqués au quatrième trimestre de 2001.

Parallèlement, l'effet conjugué des hausses de coûts et du dynamisme de la demande exerce des pressions ascendantes sur les prix dans des secteurs comme le logement, l'alimentation et certains services. De manière plus générale, le fait que les diverses augmentations ponctuelles des prix relatifs se répercutent autant sur les mesures de l'inflation tendancielle traduit la vigueur

1. Les prix de l'électricité en Ontario devraient avoir fortement chuté en décembre par suite d'un rabais temporaire, ce qui devrait entraîner un fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence en décembre, suivi d'une remontée en janvier.

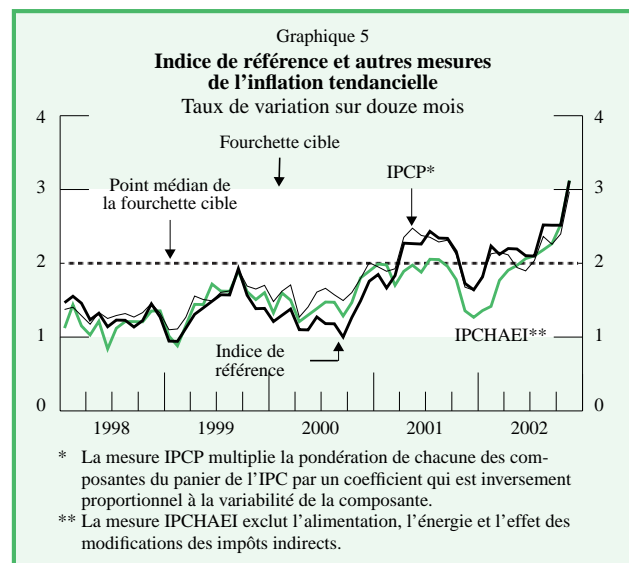
sous-jacente du processus d'établissement des prix.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 2,6 % en août à 4,3 % en novembre. Cette progression marquée par rapport au taux d'augmentation de l'indice de référence est liée surtout aux hausses substantielles des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel.

Les perspectives économiques

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les perspectives de croissance pour 2003 se sont quelque peu assombries aux États-Unis, dans les grands pays d'outre-mer et dans les pays à marché émergent. Néanmoins, on s'attend encore à une accélération sensible du rythme d'expansion de l'économie mondiale durant le second semestre de l'année et au début de 2004.

L'activité économique aux États-Unis, qui a enregistré un ralentissement plus marqué que prévu au quatrième trimestre de 2002, devrait connaître un regain de vigueur en 2003 grâce aux politiques de relance instaurées dans ce pays. En particulier, si les conditions financières continuent de s'améliorer, l'économie américaine devrait progresser à un rythme plus rapide que la capacité de production au second semestre, sous l'impulsion d'une augmentation des



dépenses en capital. En moyenne annuelle, le taux d'accroissement du PIB réel des États-Unis devrait se chiffrer à près de 3 % en 2003.

Dans le cas de l'Europe, la révision à la baisse des projections est attribuable à l'atonie de la demande intérieure et à la lenteur du redémarrage des exportations. La reprise graduelle amorcée au Japon devrait se poursuivre cette année, mais à un rythme plus lent que ce que nous projetions dans la dernière livraison du *Rapport*, en raison d'un affaiblissement de la demande étrangère. Dans le reste de l'Asie, l'expansion devrait demeurer relativement robuste.

Au Canada, selon le scénario de référence de la Banque, le taux d'accroissement de l'activité économique en 2003 devrait avoisiner celui de la production potentielle, qui est estimé actuellement à 3 %. Cette projection est un peu moins optimiste que la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé pour 2003; elle est aussi légèrement inférieure au chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui tient en grande partie au fait que les perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer sont moins bonnes que prévu. On s'attend toutefois à ce que la demande se renforce au second semestre de 2003 et dans les premiers mois de 2004, après un premier semestre où l'économie aura tourné légèrement en deçà des limites de sa capacité.

La Banque prévoit que le niveau des primes de risque exigées sur les marchés financiers continuera de diminuer à mesure que les profits des sociétés et la confiance des investisseurs se raffermiront. Il devrait en résulter un climat plus propice aux investissements des entreprises.

Les perspectives en matière d'inflation

Compte tenu des facteurs ponctuels décrits précédemment, il est probable que le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence demeurera à court terme bien au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette cible. Toutefois, l'incidence combinée de ces facteurs devrait s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au dernier trimestre de 2001 ne

devrait plus se faire sentir sur l'inflation mesurée par l'indice de référence à la fin du premier trimestre de 2003. La réinstauration de la déréglementation des prix de l'électricité en Ontario signifie que les pressions à la hausse exercées par cette composante sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer dans les mois à venir. Par contre, on s'attend maintenant à ce que le mouvement à la hausse des primes d'assurance soit plus persistant qu'on ne l'avait prévu. En outre, l'incidence de la sécheresse qui sévit dans l'Ouest du Canada et dans d'autres régions se traduit par des pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de l'indice de référence.

Sous l'effet d'une réduction du degré de détente monétaire, le niveau de la production observée devrait demeurer près de celui de la production potentielle en 2003 et durant les premiers mois de 2004. Par conséquent, la Banque n'entrevoit pas de pressions persistantes sur l'inflation émanant de l'écart entre l'offre et la demande, et elle estime que le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait redescendre à 2 % au début de 2004.

L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient demeurer autour des niveaux élevés qu'on observe actuellement, soit un peu plus de 30 \$ É.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait atteindre entre 4,0 et 4,5 % au premier trimestre de 2003. Par contre, s'ils redescendent au second semestre, comme s'y attendent présentement les marchés, le taux d'augmentation de l'IPC global fléchira pour se rapprocher de celui de l'indice de référence.

Un taux d'inflation se maintenant à un niveau élevé risque d'entraîner une hausse des attentes; dans pareil cas, les pressions inflationnistes s'intensifieraient, et il serait encore plus nécessaire pour la Banque d'intervenir.

Annexe

Les répercussions d'éventuelles hostilités au Proche-Orient

Le déclenchement possible d'un conflit armé majeur au Proche-Orient constitue à l'heure actuelle une source particulièrement importante d'incertitude. Les répercussions d'un tel conflit sur les économies canadienne et mondiale sont difficiles à déterminer avec précision, puisqu'elles dépendent d'un grand nombre de facteurs, dont le choix du moment, la durée et la gravité des opérations. Une campagne courte et décisive, tout comme une prompt résolution du différend par des moyens non militaires, pourrait réduire les tensions géopolitiques assez rapidement. En revanche, une guerre qui se prolongerait et prendrait de l'ampleur est susceptible d'accentuer l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale et d'ébranler la confiance des consommateurs et des entreprises. Dans ce dernier cas, les livraisons de pétrole risqueraient d'être gravement perturbées, ce qui se traduirait par un renchérissement du brut et, partant, un tassement de l'activité économique mondiale. Le relèvement des cours accroîtrait aussi la valeur des exportations de pétrole canadien et se répercuterait sur le taux d'augmentation de l'IPC global. Enfin, une hausse des dépenses militaires pourrait stimuler de façon appréciable la demande globale aux États-Unis.

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>