

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Octobre 2004

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

5209
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2004 —

*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 Mark Carney.*

Nous pouvons être certains que [de] puissantes forces économiques internationales [...] se feront encore sentir dans l'avenir. Cette évolution amènera dans son sillage des défis à relever, mais aussi des occasions à saisir.

À la Banque du Canada, nous continuerons à surveiller ces forces de près et à évaluer les répercussions qu'elles ont au pays et à l'étranger. Nous contribuerons par le fait même à la prospérité économique future du Canada, en maintenant l'inflation à un niveau bas et stable.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
20 septembre 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 | 21 |
| 4. Les perspectives | 25 |
| La conjoncture internationale | 25 |
| La demande et l'offre globales au Canada .. | 27 |
| Les mesures des attentes relatives à l'inflation | 32 |
| Les autres facteurs qui influent sur l'inflation | 32 |
| L'incidence de l'expansion monétaire | 32 |
| Les prévisions relatives à l'inflation | 34 |
| Bibliographie | 36 |
| Annexe : | |
| La tenue de l'inflation depuis mai 2001 | 37 |

Notes techniques

| | |
|--|----|
| 1. L'évolution récente des prix du pétrole | 10 |
| 2. L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : l'évolution sectorielle au Canada | 14 |
| 3. La dynamique des exportations et des importations | 28 |

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, dont la reprise marquée de l'activité économique mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base; la montée en puissance, à l'échelle du globe, de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et le réalignement des devises, y compris du dollar canadien. La politique monétaire que mène le Canada facilite ce processus d'ajustement en s'attachant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Au début de l'année, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait en deçà du taux visé et que l'économie affichait une offre excédentaire, la Banque a abaissé à 2 % le taux cible du financement à un jour afin de soutenir la croissance de la demande intérieure. Compte tenu de l'appréciation du dollar canadien en 2003, la Banque ne s'attendait pas à ce que les exportations nettes (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) alimentent la demande globale de façon notable en 2004 et 2005. Mais au premier semestre de cette année, les exportations ont progressé beaucoup plus rapidement que prévu. L'économie canadienne s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus tôt qu'on ne l'avait escompté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de ce dernier parue en juillet.

L'évolution récente a renforcé la nécessité pour l'économie canadienne de continuer à procéder à des ajustements. Principalement sous l'effet de la vigueur de la demande mondiale, les cours du pétrole ont largement dépassé les niveaux envisagés par la Banque dans ses projections antérieures. Les prix des produits de base non énergétiques sont élevés, et le dollar canadien s'est encore raffermi, ce qui accentue la pression sur les secteurs très exposés à la concurrence étrangère.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2006, le taux d'accroissement de la demande globale de produits et services canadiens avoisinera en moyenne celui de la production potentielle, estimé à 3 %. Étant donné les effets du renchérissement du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, elle s'attend à ce que la croissance soit légèrement inférieure à 3 % en 2005 et excède quelque peu ce niveau en 2006.

Comme l'économie tournera vraisemblablement près des limites de sa capacité durant toute la période de projection, la Banque

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

8 juin — aucune modification

20 juillet — aucune modification

8 septembre — haussé de 25 points de base à 2,25 %

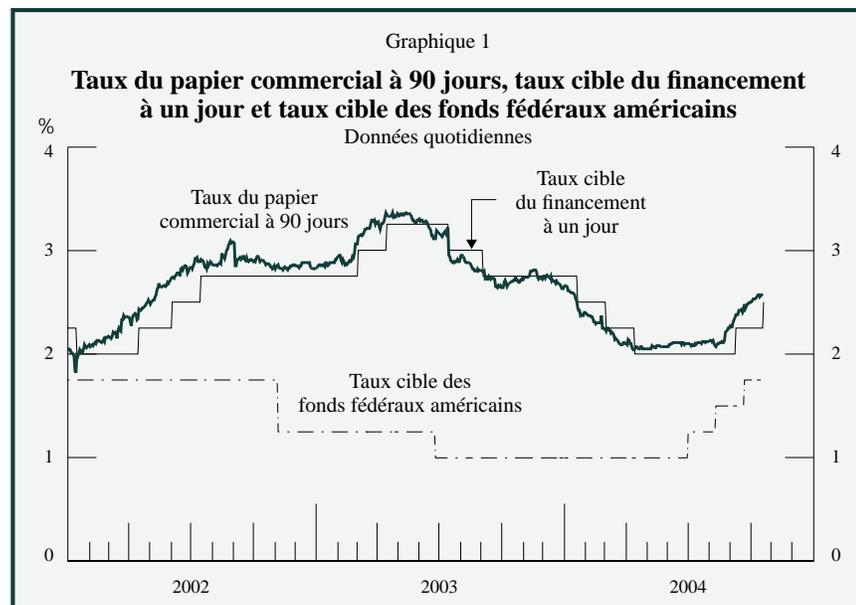
19 octobre — haussé de 25 points de base à 2,50 %

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 19 octobre 2004.

croit que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % d'ici la fin de 2005.

Dans ce contexte, la Banque a décidé de réduire le degré de détente monétaire au sein de l'économie en portant le taux cible du financement à un jour à 2,25 % le 8 septembre et à 2,50 % le 19 octobre (Graphique 1). Il faudra resserrer encore la politique monétaire au fil du temps pour maintenir l'inflation au taux cible; le rythme des hausses des taux d'intérêt dépendra de l'évaluation que la Banque fera des perspectives d'évolution des facteurs qui déterminent les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et, partant, sur l'inflation.

Le comportement des exportations et des importations canadiennes revêt une importance particulière à cet égard, vu l'incertitude entourant les ajustements en cours à la conjoncture internationale, notamment aux variations des prix des produits de base et des taux de change. Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale touchent principalement à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie orientale et au climat géopolitique.



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

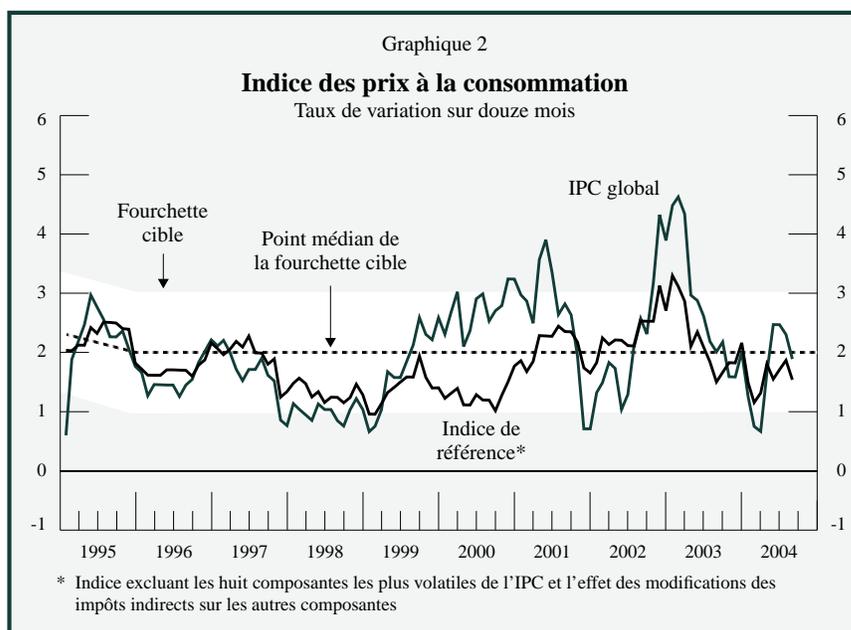
Au cours des huit premiers mois de 2004, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en moyenne, soit en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'accroissement de l'IPC global a vivement augmenté, en raison notamment du niveau inattendu qu'ont atteint les cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

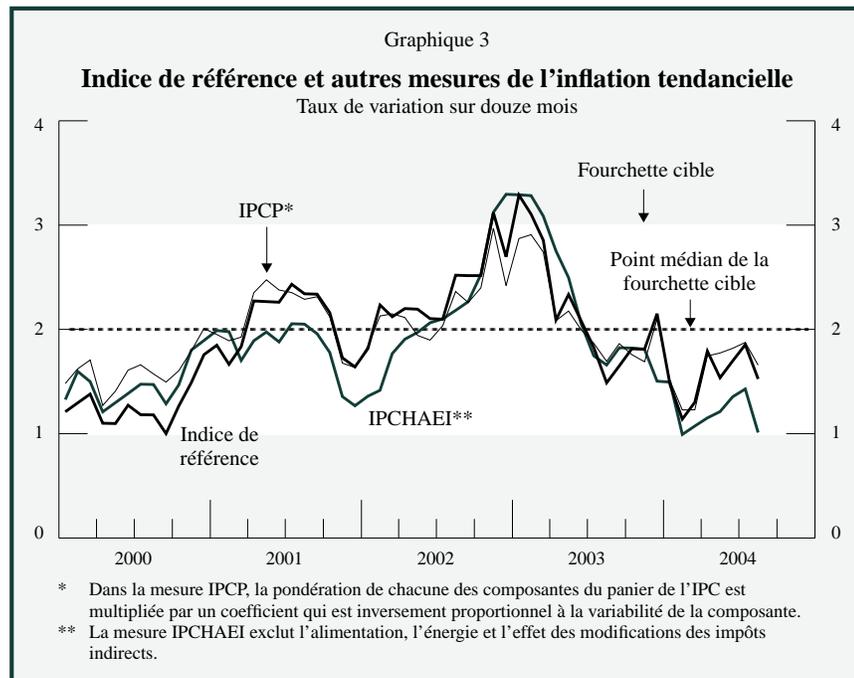
L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,5 % en août (Graphique 2)¹. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit étaient aussi inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

Les capacités de production excédentaires, manifestes pendant la majeure partie de 2003 et au début de 2004, ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence sous la cible au cours des huit premiers mois de l'année. Les prix des biens à forte teneur en importations ont aussi continué de fléchir durant cette période, sous l'effet d'un nouveau repli des cours mondiaux de nombreux produits de consommation et des retombées de l'appréciation passée du dollar canadien. Bien qu'ayant affiché

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée en deçà de la cible de 2 % en août.



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.



une certaine volatilité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a progressé, entre février et août, à un rythme à peu près équivalent à celui projeté dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. De mars à juillet, le taux d'accroissement de cet indice a été un peu plus élevé que prévu en raison d'une hausse plus vive qu'escompté des prix des véhicules automobiles. En août toutefois, il est revenu au niveau anticipé, sous l'influence de la prolongation des rabais accordés aux acheteurs d'automobiles. Par ailleurs, le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation de la viande a aussi grimpé considérablement ces derniers mois, en partie à cause d'une réduction des approvisionnements en poulet imputable à la détection de foyers de grippe aviaire dans la vallée du Fraser, en Colombie-Britannique².

Le taux d'accroissement de l'IPC global a vivement augmenté depuis février dernier.

La progression sur douze mois de l'IPC global se situait à 1,9 % en août, contre 0,7 % en février. Cette hausse, supérieure à celle affichée par l'indice de référence, est due dans une large mesure à l'importante majoration des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant. Le cours du pétrole brut a poursuivi sa montée depuis la mi-avril, en raison du dynamisme de la demande à l'échelle internationale et de l'accentuation de l'inquiétude face aux risques

2. Cette situation résulte en outre du redressement du prix à la consommation du bœuf par rapport au niveau anormalement bas où il s'établissait en août 2003, à la suite de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovin, de bœuf et de produits connexes imposé après la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine en Alberta.

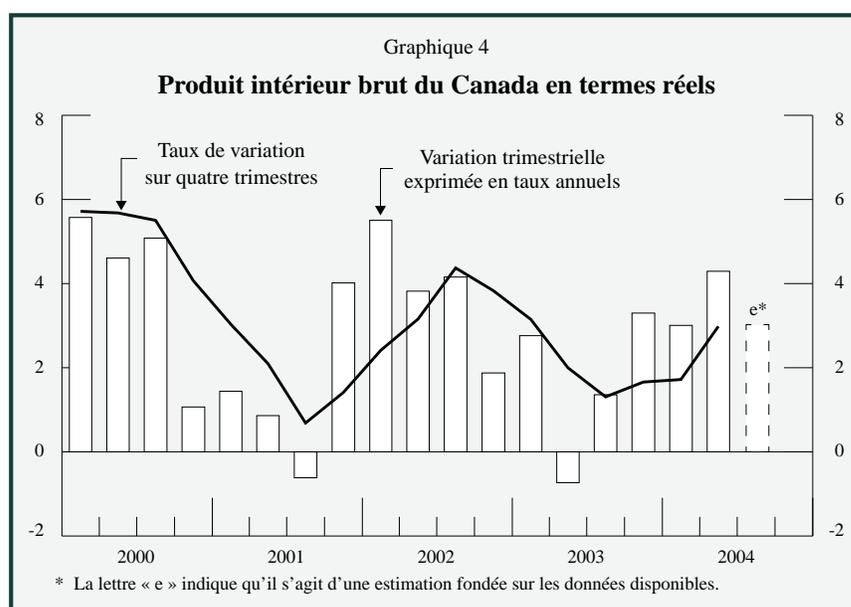
d'une interruption des approvisionnements dans certaines régions productrices de pétrole (Note technique 1). De fait, à l'heure actuelle, le prix de l'or noir dépasse nettement les niveaux envisagés dans les scénarios de référence présentés dans les dernières livraisons du *Rapport* et de la *Mise à jour*.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 3,7 % au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce que nous avons prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 4). En particulier, la hausse des exportations a été beaucoup plus marquée que nous ne l'avions anticipé. Des indicateurs récents des dépenses et de l'activité donnent à penser que la croissance avoisinait 3 % au troisième trimestre, ce qui est à peine moins que le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet.

Au premier semestre de 2004, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure à nos projections...



L'essor généralisé des exportations s'explique en partie par le niveau exceptionnellement bas que celles-ci affichaient au milieu de 2003, mais aussi par la poursuite de l'expansion vigoureuse de l'activité à l'échelle mondiale. La demande intérieure finale a aussi vivement progressé, surtout au début de l'année (Graphique 5). La montée des dépenses des ménages s'est continuée à un rythme robuste, à la faveur de la détente monétaire passée et des gains plus substantiels au chapitre des revenus réels (Graphique 6). Les dépenses d'investissement des entreprises ont également bondi. Cette demande accrue a été satisfaite en partie par les importations,

... en raison de l'essor vigoureux des exportations et des dépenses des ménages.

Note technique 1

L'évolution récente des prix du pétrole

Les cours du pétrole brut ont grimpé de plus de 50 % depuis le début de l'année, atteignant un niveau record en octobre. En termes réels, ce niveau est toutefois inférieur d'environ 20 % au sommet historique enregistré au deuxième trimestre de 1981. La montée inattendue des prix mondiaux de l'or noir observée dernièrement s'explique par l'augmentation appréciable de la demande — l'expansion mondiale ayant été plus vigoureuse que prévu — ainsi que par l'accentuation de l'incertitude entourant la sécurité des approvisionnements à un moment où les capacités inutilisées à l'échelle internationale sont exceptionnellement faibles.

Les multiples révisions à la hausse apportées durant l'année aux estimations de la demande mondiale actuelle et future ont alimenté la perception d'une amplification des tensions sur les marchés pétroliers et le renchérissement qui s'en est suivi. L'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui évaluait en avril à 80,3 millions de barils par jour la demande de pétrole brut pour 2004, a depuis porté ce chiffre à 82,4 millions. La vive expansion économique en Chine et en Inde a contribué à cette forte progression.

D'après les estimations, les capacités excédentaires des pays membres de l'OPEP (à l'exception de l'Iraq), qui représentent la seule source appréciable d'approvisionnement additionnelle à court terme, mis à part les stocks de pétrole commerciaux, ont touché des plateaux records cette année. Dans ce contexte, les menaces d'interruption des livraisons ont eu une incidence particulièrement marquée sur les prix, en encourageant la constitution de stocks de précaution pour faire face aux perturbations importantes. Les préoccupations quant à la sécurité de la production de pétrole au Moyen-Orient (notamment en Iraq), l'incertitude planant sur la production de la compagnie pétrolière Ioukos en Russie, l'instabilité politique récente au Nigeria et les dégâts considérables causés aux installations pétrolières dans le golfe du Mexique ont concouru à la flambée des prix.

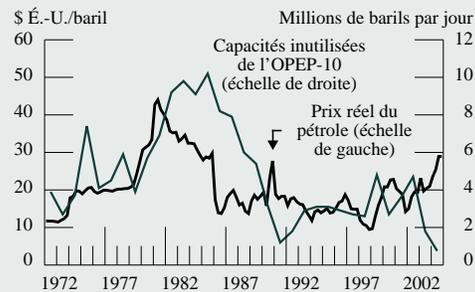
Le niveau des cours à terme du brut West Texas Intermediate (WTI) donne à penser que les prix resteront élevés dans un avenir rapproché, en raison de la demande vigoureuse, du haut taux d'utilisation des capacités ainsi que des menaces d'interruption des approvisionnements. À moyen terme, l'offre mondiale de pétrole brut devrait s'intensifier pour répondre à la demande accrue, ce qui entraînera une baisse graduelle des prix. C'est ce que laisse pressentir le niveau des cours à terme à cet horizon. Le prix des contrats à terme à l'horizon de six ans s'établit en ce moment à 38,30 \$ É.-U. le baril.

**Demande mondiale de pétrole pour 2004
vs cours au comptant**



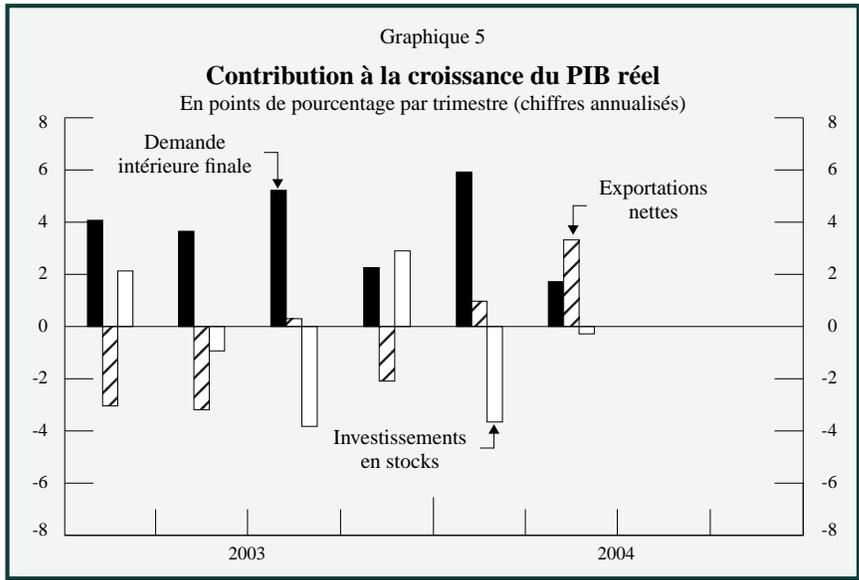
Source : AIE. Les données sont celles qui étaient disponibles le 13 octobre.

**Prix réel du pétrole (en dollars de 1982-1990)
et capacités inutilisées de l'OPEP-10***



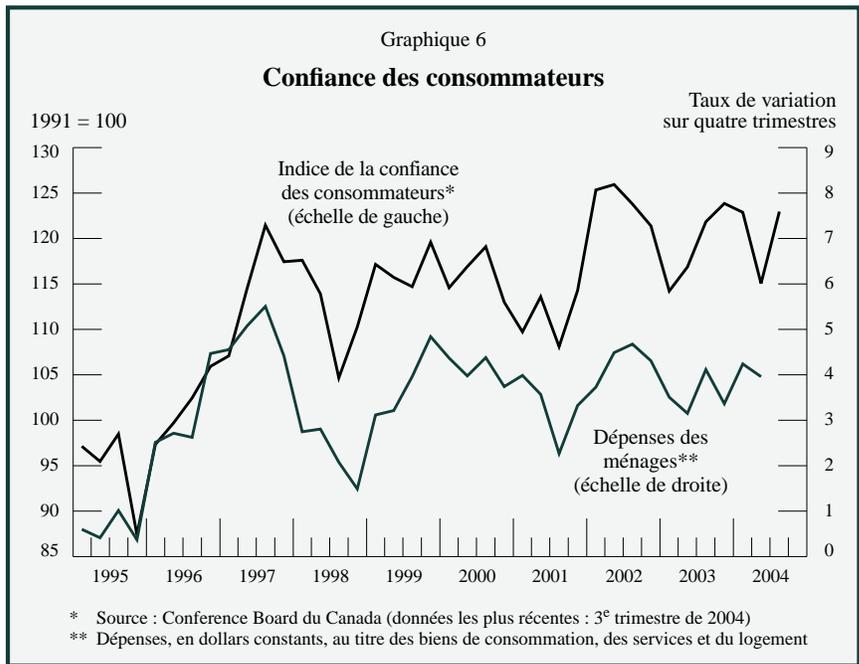
* Pays membres de l'OPEP excepté l'Iraq. La valeur indiquée pour l'année 2004 correspond au niveau enregistré en septembre.

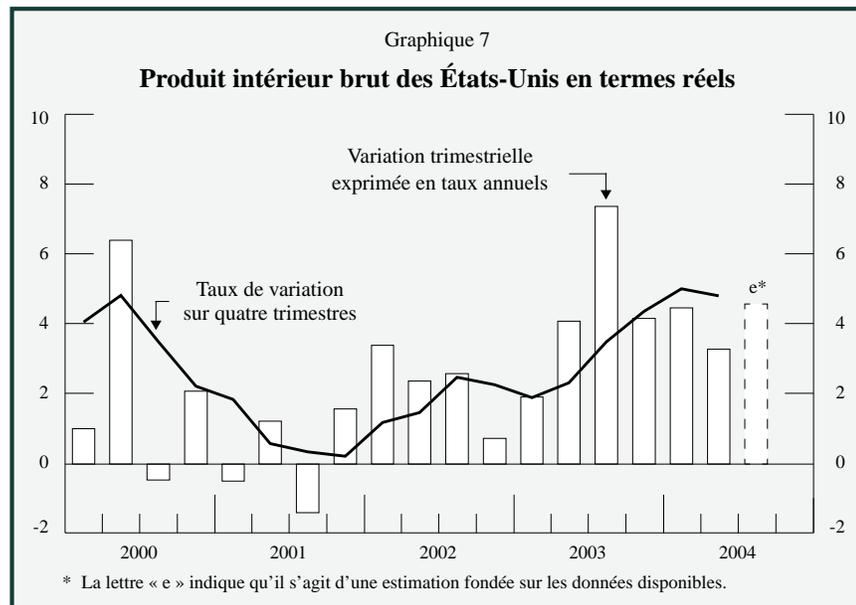
Source : AIE



même si l'avance de ces dernières a été beaucoup plus modeste que celle des exportations. Comme les entreprises n'avaient sans doute pas prévu une telle augmentation des ventes, le niveau des stocks a aussi diminué.

L'expansion économique a ralenti aux États-Unis pour s'établir à 3,3 % (en chiffres annuels) au deuxième trimestre de 2004, contre 4,5 % au trimestre précédent, sous l'effet de l'accroissement moindre





des dépenses de consommation. Celles-ci ont été freinées surtout par le renchérissement du pétrole, mais elles devraient se raffermir quelque peu au troisième trimestre³. Les données obtenues jusqu'à présent indiquent que le taux de croissance s'est hissé à environ 4,5 % au troisième trimestre (Graphique 7).

L'ajustement à la conjoncture internationale

Le raffermissement marqué de la demande mondiale de biens et de services canadiens a contrebalancé les effets de l'appréciation du huard...

Les producteurs canadiens continuent de s'adapter aux changements survenus au sein de l'économie mondiale, notamment à la reprise marquée de l'activité à l'échelle de la planète et au renchérissement des produits de base qui l'a accompagnée; à la montée en puissance de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et aux variations prononcées du dollar américain vis-à-vis de la majorité des autres grandes monnaies, dont le dollar canadien. En se répercutant sur la demande de biens et de services canadiens, ces facteurs entraînent un déplacement de l'activité, de l'emploi et des dépenses d'investissement entre les divers secteurs de l'économie et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très exposés à la concurrence internationale apportent des modifications substantielles à leurs opérations⁴.

3. Les dépenses de consommation au troisième trimestre ont été soutenues par la vigueur étonnante des ventes d'automobiles, lesquelles ont été stimulées par les incitatifs financiers offerts par les concessionnaires.

4. Cela comprend les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations.

Entre décembre 2003 et juillet 2004, la croissance de la production au Canada est demeurée robuste dans les industries dont l'ouverture au commerce mondial est faible. Au cours de la même période, cependant, la vigueur de la demande de biens et de services canadiens à l'échelle du globe a aussi donné lieu à une hausse considérable de la production dans un certain nombre de secteurs fortement exposés à la concurrence internationale (Note technique 2).

Les dépenses et les intentions d'investissement des entreprises ont également subi le contrecoup des grands changements économiques qui se sont produits dans le monde. En effet, depuis 2002, la croissance des investissements des entreprises a été concentrée dans des secteurs peu exposés à la concurrence internationale, ainsi que dans des industries productrices d'énergie et d'autres matières premières. Dans les autres secteurs fortement exposés aux échanges internationaux et donc aux variations du taux de change, les dépenses d'investissement ont toutefois diminué.

Selon la livraison d'automne du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises* produit par la Banque, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes pour les douze prochains mois demeure presque aussi haut qu'à l'été, les entreprises de l'Ouest affichant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada. L'optimisme envers les investissements futurs est également resté assez élevé. Les entreprises de la plupart des secteurs comptent toujours accroître leurs dépenses d'investissement, le secteur manufacturier continuant d'être l'exception.

De façon plus générale, il semble que de nombreuses entreprises canadiennes soient encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. Bien entendu, étant donné l'incertitude qui continue d'entacher les perspectives quant à la demande internationale de biens et de services canadiens, à la trajectoire probable des prix mondiaux des produits de base énergétiques et non énergétiques ainsi qu'à la nature et à l'importance des changements futurs relatifs aux devises, il demeure difficile de déterminer avec précision l'ampleur et le moment des prochains ajustements qu'effectueront les entreprises canadiennes.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux d'expansion de l'activité au pays au premier semestre de 2004 a dépassé celui qui était projeté dans le *Rapport* d'avril. Ce dynamisme, conjugué à la légère révision à la hausse des données du PIB réel pour 2003⁵, porte à croire que l'économie canadienne a regagné un niveau proche de son potentiel de production un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait dans le dernier *Rapport*.

... et stimulé la production dans la plupart des secteurs fortement exposés à la concurrence étrangère.

L'économie canadienne avait regagné un niveau proche de son potentiel de production au deuxième trimestre de 2004.

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

Note technique 2

**L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale :
l'évolution sectorielle au Canada¹**

Depuis la fin de 2003, l'incidence de la reprise économique mondiale sur la demande de biens et de services canadiens est devenue beaucoup plus apparente. La forte relance des exportations au premier semestre de 2004 semble avoir trouvé son origine essentiellement dans l'expansion mondiale et la hausse des prix des produits de base qui l'a accompagnée. Les exportations ont aussi bénéficié d'une modification de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles ainsi que de l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs². Par conséquent, la croissance de la production des secteurs très ouverts au commerce international a vivement augmenté, en dépit de l'appréciation du dollar canadien, en particulier dans les industries de la fabrication de matériel non électrique, de produits chimiques et de produits en métal. La poursuite de la progression robuste de la demande intérieure finale au Canada au cours du premier semestre de cette année a également contribué à un nouvel essor de l'activité dans la plupart des secteurs peu ouverts à la concurrence internationale, spécialement dans les services de télécommunications et le commerce de détail.

Des fluctuations prononcées de la rentabilité parmi les secteurs ont été enregistrées au Canada depuis la fin de 2002. Bien que la rentabilité globale ait été élevée en 2003, le taux de rendement moyen des capitaux propres dans les secteurs très exposés au commerce international s'est détérioré de façon marquée entre les premier et troisième trimestres de 2003. Les entreprises des secteurs où les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) ont rapidement ressenti l'effet négatif de l'appréciation du dollar canadien sur leur rentabilité. Dès le milieu de 2004, cependant, les marges bénéficiaires dans la plupart de ces secteurs s'étaient considérablement redressées grâce à une hausse de la croissance de la production et à de substantielles augmentations des prix mondiaux des produits de base. L'accroissement de la rentabilité a été particulièrement notable dans l'industrie de l'automobile et des pièces détachées, dans celle de la chimie, des plastiques et du caoutchouc et dans la filière bois et papier.

En dépit de ces évolutions, comme de nombreuses entreprises des secteurs fortement exposés au commerce international avaient affiché une faible rentabilité durant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001, elles ont continué de procéder à des ajustements après 2003. Ainsi, l'emploi a relativement peu changé dans le secteur de la fabrication depuis la fin de l'année dernière, malgré une hausse appréciable de la production. De la même façon, l'investissement a beaucoup diminué depuis 2002 dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres matières premières).

1. Le présent encadré constitue une mise à jour de la Note technique 2 du *Rapport* d'avril.

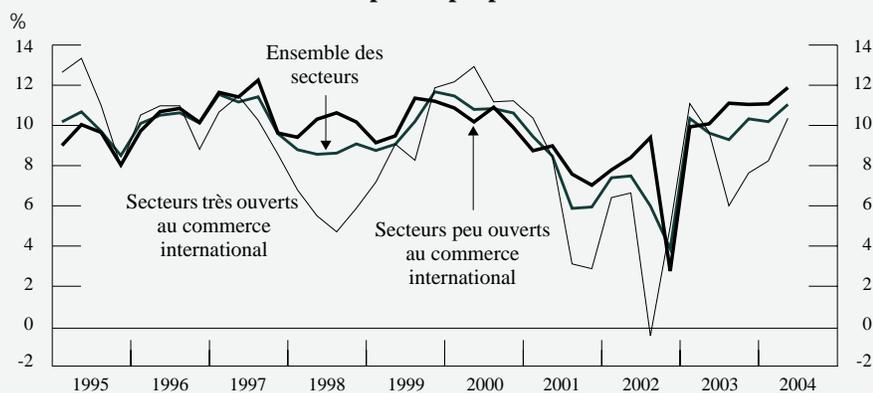
2. Pour obtenir des précisions, voir la Note technique 3.

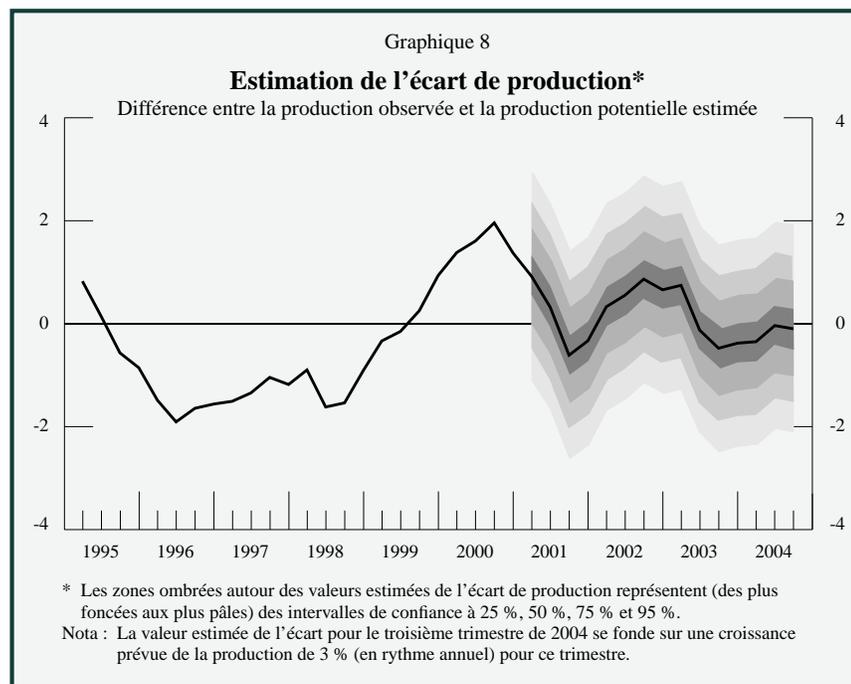
| PIB réel par secteur Taux de variation | | |
|---|-----------------------------|--|
| Secteur | De déc. 2002 à déc. 2003 | De déc. 2003 à juill. 2004 (taux annuel) |
| Ensemble des entreprises | 2,7 | 3,5 |
| Secteurs très ouverts à la concurrence ou au commerce international | 3,3 | 4,0 |
| Dont : | | |
| Combustibles minéraux | 2,1 | 0,2 |
| Produits de base non énergétiques et non agricoles | 2,9 | 2,3 |
| Autres secteurs très ouverts* | 3,8 | 6,5 |
| Secteurs peu ouverts au commerce international** | 2,5 | 3,3 |

* Y compris la fabrication de certains biens ne reposant pas sur l'emploi de produits de base

** Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

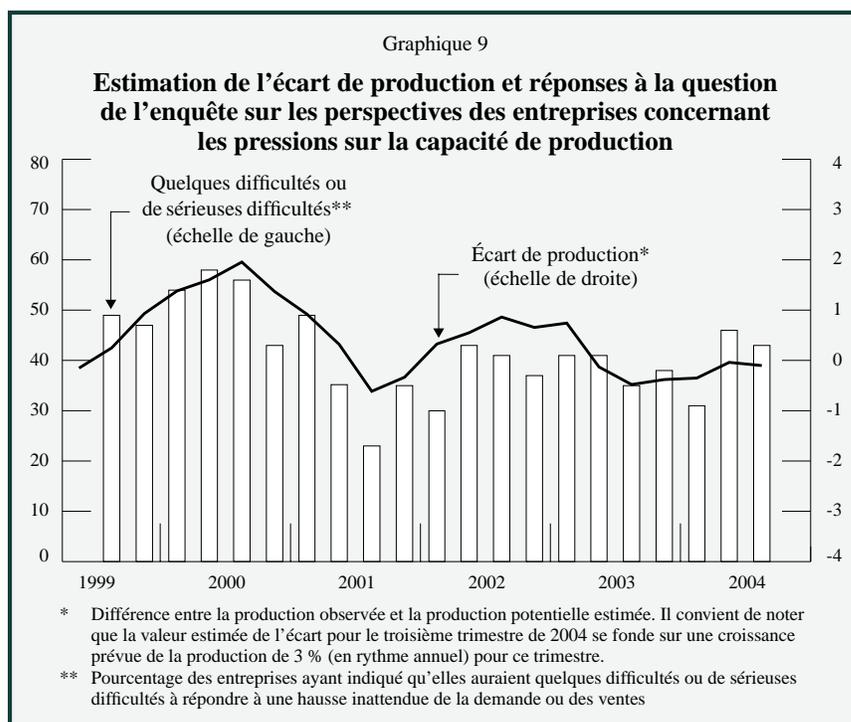
Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs





Selon les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, l'économie tournait d'ailleurs tout près des limites de sa capacité dès le deuxième trimestre de cette année (Graphique 8). Bien que toute estimation de l'écart de production soit toujours entourée d'un large intervalle de confiance, la Banque estime que sa mesure habituelle lui permet d'évaluer de manière équilibrée le niveau auquel l'économie fonctionne par rapport à son potentiel. Son évaluation est confirmée par la proportion de firmes ayant signalé, lors de l'enquête réalisée par la Banque à l'automne, que des pressions se faisaient sentir sur leur capacité de production (Graphique 9).

Certains indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus importantes que la mesure usuelle de la Banque ne l'indique. Par exemple, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a dépassé de beaucoup la moyenne de 2000-2003. En outre, le nombre de firmes touchées par des pénuries de main-d'œuvre a augmenté depuis l'enquête de l'été. Ces pénuries étaient généralisées dans les secteurs des ressources naturelles, du transport terrestre, des services aux entreprises et aux particuliers, de la fabrication et de la construction. Dans ce dernier cas, le manque de travailleurs est compatible avec les pressions sur la capacité qui sont très manifestes dans le marché de l'habitation depuis quelque temps.



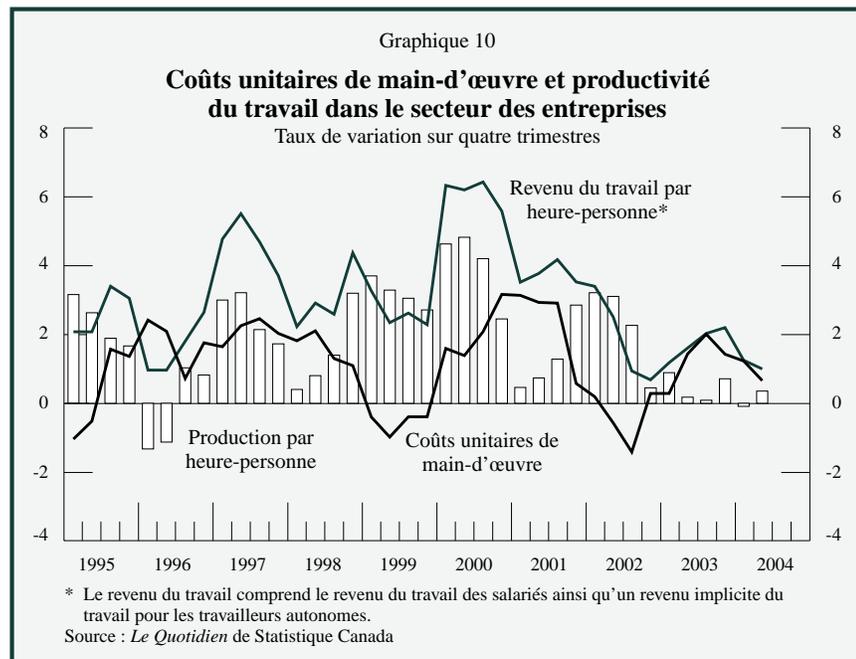
Par contre, selon d'autres indicateurs, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie serait plus importante que ne le laisse supposer la mesure de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement. Ainsi, le nombre d'heures travaillées s'inscrit en deçà de son niveau tendanciel, et les hausses salariales restent modérées. De même, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas également.

Les taux d'utilisation des capacités varient d'un secteur et d'une région à l'autre, et certains des écarts observés à ce chapitre pourraient bien s'accroître dans l'avenir en raison du processus d'ajustement aux changements survenus de par le monde. Cependant, l'offre excédentaire dans l'ensemble de l'économie canadienne est faible actuellement.

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises étaient légèrement plus élevés au deuxième trimestre de 2004 qu'un an auparavant, et ce même si la productivité s'est peu améliorée au cours de la dernière année (Graphique 10). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur a progressé d'à peine 1 % entre le deuxième trimestre de 2003 et celui de 2004. Cependant, le taux d'augmentation sous-jacent

Au deuxième trimestre de 2004, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient légèrement plus élevés qu'un an plus tôt.



des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents⁶, semble se situer dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le dernier trimestre de 2003 (Graphique 11)⁷.

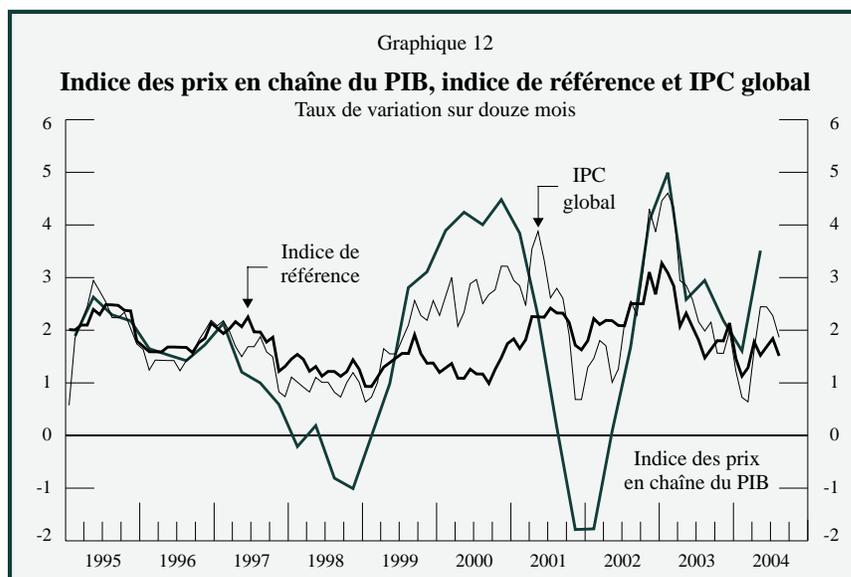
Les hausses supplémentaires substantielles (en glissement annuel) que les cours des produits de base exportés par le Canada ont enregistrées au premier semestre de 2004, à la faveur de la forte croissance de l'économie mondiale, ont largement contribué à l'accélération marquée du rythme d'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) entre le quatrième trimestre de 2003 et le deuxième trimestre de 2004 (Graphique 12). Toutefois, les cours des produits de base non énergétiques se sont inscrits quelque peu en baisse depuis le milieu de 2004 (Graphique 13). La

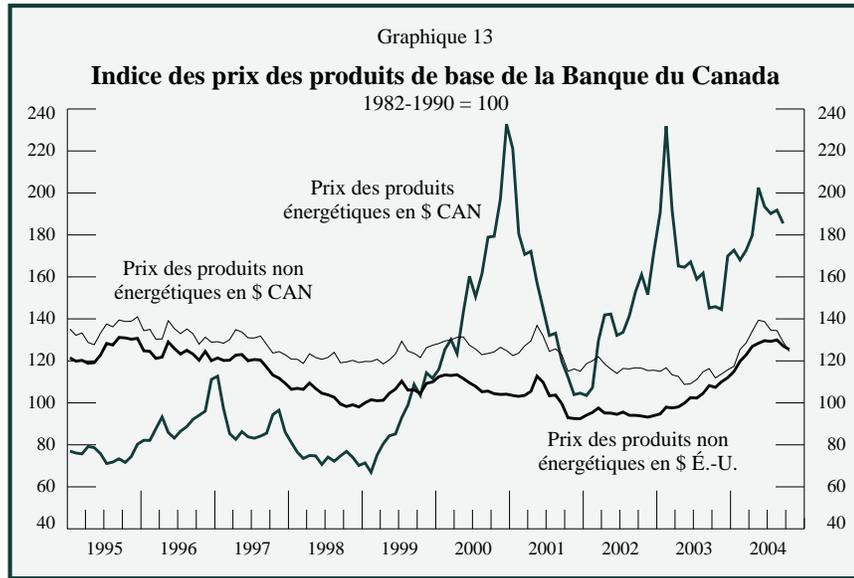
6. Les gains horaires moyens des employés permanents dans l'ensemble du pays semblent donner une meilleure indication du taux d'accroissement sous-jacent des salaires que la rémunération de la main-d'œuvre par heure-personne dans le secteur des entreprises, notamment parce qu'ils représentent une mesure beaucoup moins volatile. En outre, la seconde mesure a parfois fait l'objet de profondes révisions.

7. La diminution du salaire de base moyen, pour les contrats de travail négociés dans le secteur public au deuxième trimestre de 2004, est attribuable aux réductions salariales prévues dans une entente que le gouvernement de la Colombie-Britannique a conclue avec les travailleurs du secteur de la santé. La baisse du salaire de base moyen négocié dans le secteur privé en juillet 2004 résulte des ententes signées chez Air Canada, lesquelles prévoyaient des gels et certaines compressions de salaires.



révision à la hausse des prévisions concernant les récoltes aux États-Unis a contribué à faire fléchir les cours des céréales, tandis que le léger tassement de la demande a fait reculer les prix des produits forestiers. Par contre, les prix des métaux ont été fermes sous l'impulsion de la vigoureuse demande mondiale.

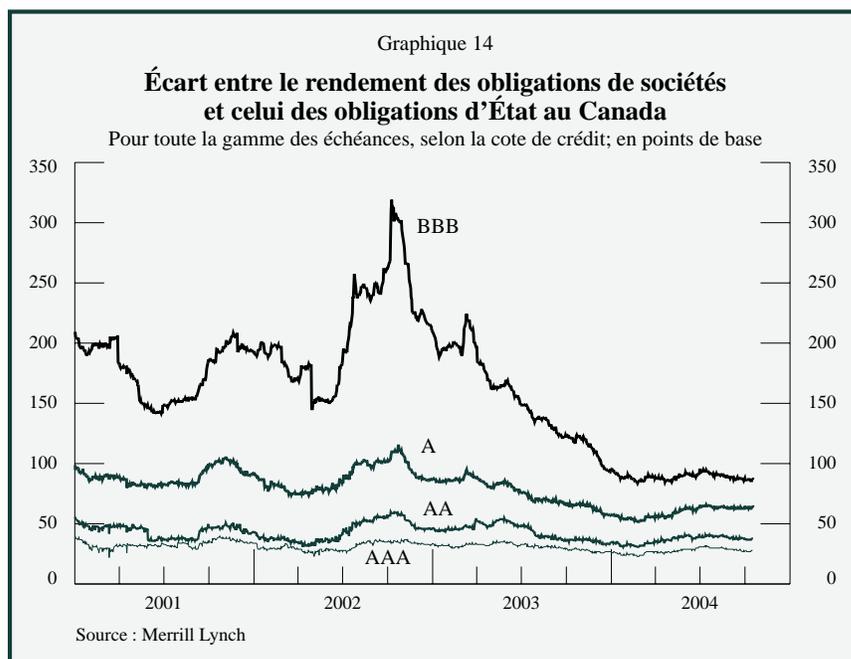




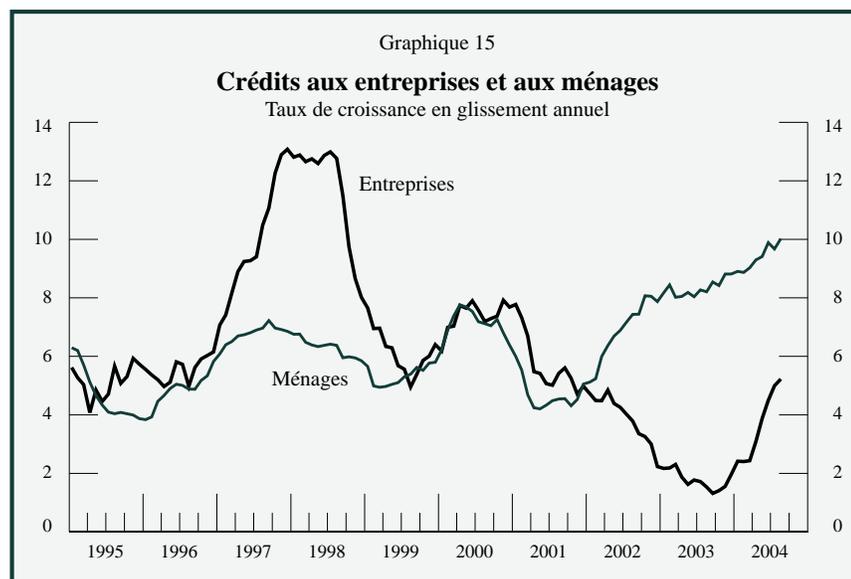
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les conditions financières au Canada ont été très favorables. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci n'ont pas beaucoup varié et se sont maintenus en deçà de leurs moyennes historiques, les préoccupations au sujet des incidences d'une hausse possible des taux d'intérêt dans l'avenir ayant été atténuées par la vigueur des bénéficiaires (Graphique 14). Les marchés boursiers canadiens se sont raffermis depuis avril, et leurs niveaux restent bien supérieurs à ce qu'ils étaient il y a un an. La rentabilité élevée des banques canadiennes, combinée à la concurrence accrue que les institutions financières se livrent entre elles et que leur livrent aussi les marchés de capitaux en matière de prêts aux entreprises, a contribué à rendre les modalités du crédit bancaire plus faciles.

Les conditions financières ont été très favorables.



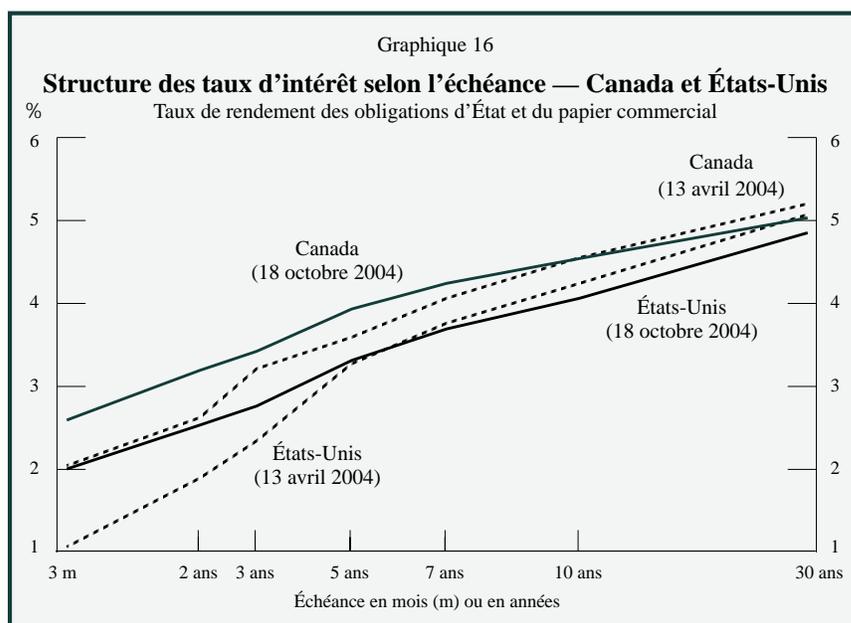
Les conditions financières favorables et l'assainissement constant des bilans des sociétés ont concouru au raffermissement de la croissance de l'ensemble du crédit aux entreprises, laquelle se rapproche de ses moyennes historiques (Graphique 15). Le crédit à court terme aux entreprises, principalement sous forme de prêts bancaires, a connu une progression très marquée ces derniers mois. Cet essor est attribuable à la réduction du coût des emprunts, à l'assouplissement des conditions de prêt et à un léger renforcement



de la demande de crédit. Le crédit à long terme aux entreprises a continué de croître vigoureusement, à la faveur du rythme soutenu des émissions d'actions et d'obligations sur les marchés de capitaux. Toutefois, le gros des crédits supplémentaires accordés aux entreprises semble avoir servi au financement des opérations courantes de ces dernières plutôt qu'à une augmentation de leurs investissements.

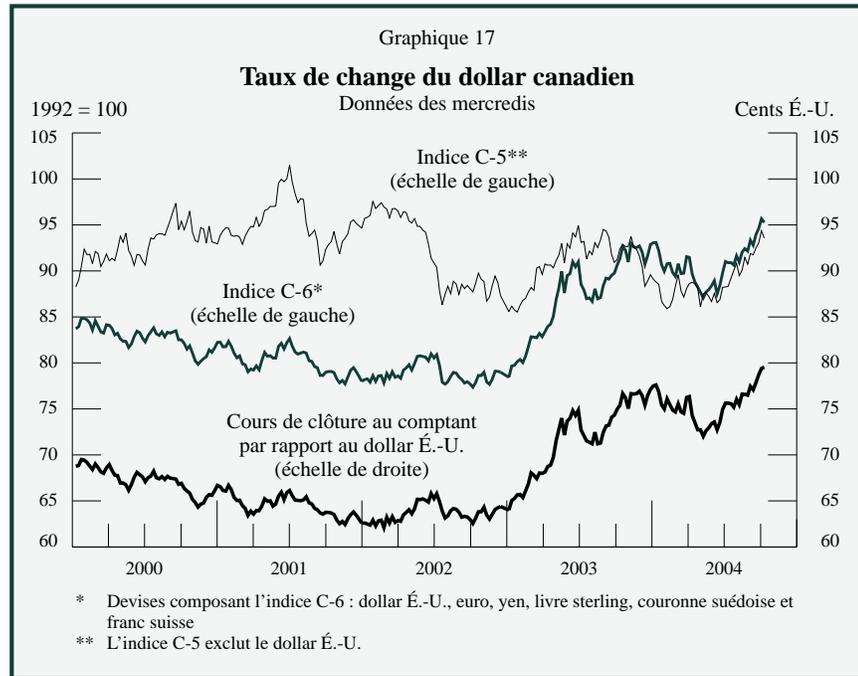
Le rythme d'accroissement du crédit aux ménages s'est accéléré, ce qui tient tant à l'évolution du crédit à la consommation qu'à celle du crédit hypothécaire à l'habitation. Cette accélération donne à penser que les bas taux d'intérêt et la croissance robuste des revenus continuent d'alimenter la consommation et les investissements dans le secteur du logement.

Les taux de rendement des obligations à court terme au Canada et aux États-Unis ont augmenté depuis la publication du *Rapport* d'avril, sous l'effet de la majoration des taux directeurs et de la perspective de nouveaux relèvements. Par contre, les taux de rendement des obligations à long terme ont décliné légèrement (Graphique 16). En outre, les rendements obligataires sont généralement demeurés bien en deçà des sommets atteints en mai et en juin dernier. Leur ascension en début d'été tenait à la fois à ce qui était perçu comme le début de la phase de resserrement du cycle des taux d'intérêt aux États-Unis et à un regain d'optimisme à l'égard de la vigueur de la relance de l'activité dans ce pays et dans le monde. Mais, au cours de l'été, les craintes d'une baisse de régime de l'économie américaine, conjuguées à la flambée record des prix du pétrole et à l'effet modérateur qu'elle pourrait avoir



sur la consommation dans plusieurs pays, ont donné lieu à une chute marquée des taux de rendement par rapport à leurs niveaux antérieurs. Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines se sont accentués dans l'ensemble depuis avril, en raison surtout de l'évolution des rendements aux États-Unis.

Même si le dollar canadien a également enregistré des fluctuations notables au cours de la période écoulée, il s'est dans l'ensemble apprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril, gagnant un peu plus de 7 % par rapport à son pendant américain et aux devises composant l'indice C-5 (Graphique 17). À la mi-mai, quand les perspectives de croissance aux États-Unis semblaient le plus favorables, il avait chuté à environ 71,5 cents américains. Toutefois, le dollar canadien s'est réorienté à la hausse par la suite, à la faveur d'une expansion plus faible que prévu aux États-Unis, de la plus forte progression de l'activité au Canada et d'un nouveau renchérissement des produits de base. Il s'échange actuellement à près de 80 cents américains.



4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

L'économie mondiale devrait poursuivre son essor au cours des deux prochaines années, sous l'impulsion de l'expansion robuste en Asie et de taux de croissance légèrement supérieurs au rythme de progression de la production potentielle aux États-Unis et modérés en Europe et au Japon (Tableau 1). Son élan sera toutefois freiné par l'envolée récente des prix de l'or noir et par le relèvement des taux d'intérêt, à mesure que les économies où existe actuellement une offre excédentaire se rapprocheront des limites de leur capacité. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que la croissance mondiale ralentira, passant de 4 3/4 % environ en 2004 à quelque 4 % en 2005, avant de remonter aux alentours de 4 1/4 % en 2006.

| | Part du PIB mondial réel ^b (en pourcentage) | Croissance projetée (en pourcentage) et contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage) ^c | | |
|----------------------------------|---|---|------------|------------|
| | | 2004 | 2005 | 2006 |
| États-Unis | 21 | 4,6 [0,97] | 3,7 [0,78] | 4,1 [0,86] |
| Union européenne | 20 | 2,1 [0,42] | 1,9 [0,38] | 2,6 [0,52] |
| Japon | 7 | 4,1 [0,29] | 1,5 [0,11] | 2,1 [0,15] |
| Chine et ENI d'Asie ^d | 16 | 8,2 [1,31] | 7,1 [1,14] | 6,5 [1,04] |
| Autres | 36 | 4,6 [1,66] | 4,1 [1,48] | 4,8 [1,73] |
| Ensemble du monde | 100 | 4,7 | 3,9 | 4,3 |

a. Source : Banque du Canada

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 chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.

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

Un certain nombre d'inconnues planent sur ces perspectives favorables, particulièrement au-delà du premier semestre de 2005. Le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans la plupart des grandes économies sont, pour l'heure, indéterminés. Plus globalement, il est difficile de prédire comment les déséquilibres

de la balance courante seront corrigés, notamment aux États-Unis et en Asie orientale. Par ailleurs, la situation géopolitique reste préoccupante.

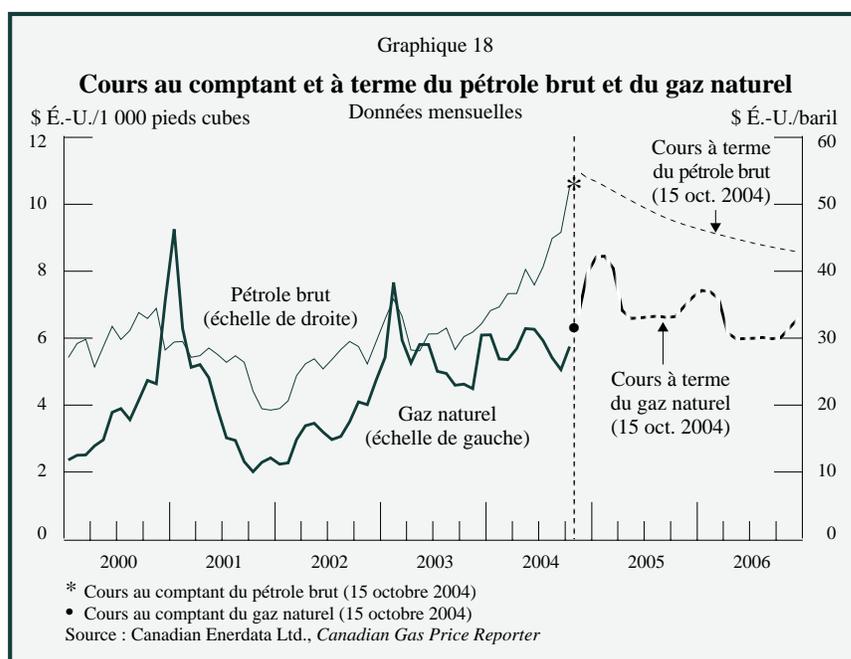
La Banque s'attend à ce que l'économie américaine progresse un peu plus rapidement que son potentiel de production pendant les dix prochains trimestres. Le principal moteur de cette croissance devrait être la vigueur des investissements des entreprises. Après plusieurs années de sous-investissement, celles-ci devraient en effet profiter des conditions financières très favorables pour rattraper leur retard. Les gains de productivité provenant d'investissements déjà réalisés et à venir permettront vraisemblablement, avec l'approfondissement du capital, de maintenir le taux d'accroissement de la production potentielle autour de 3 1/2 %. La dépréciation passée du dollar É.-U. devrait insuffler un élan aux exportations nettes, tandis que la dernière flambée des prix du pétrole, alliée à une réduction du degré de détente monétaire et à un assainissement présumé des finances publiques, freinera les dépenses des ménages. L'écart de production, évalué à 1 % au troisième trimestre de 2004, est appelé à s'amenuiser encore durant 2006.

En Europe, la reprise, quoique inégale, est maintenant un peu mieux ancrée. L'expansion économique marquée de certains pays comme le Royaume-Uni contraste avec les perspectives moins favorables en Allemagne et en Italie. Au Japon, la relance de l'activité devrait se poursuivre, mais à une cadence moins vive qu'à la fin de 2003 et au début de 2004. Les marchés émergents d'Asie devraient continuer d'alimenter la croissance mondiale, à condition que la Chine parvienne à ramener son économie sur une trajectoire d'expansion plus viable.

Certains risques, aussi bien à la baisse qu'à la hausse, pèsent sur les perspectives pour 2005. D'une part, l'économie américaine pourrait ralentir davantage qu'on ne s'y attend et l'atterrissage de l'économie chinoise pourrait être plus brutal que prévu. D'autre part, le rythme d'augmentation des investissements et de reconstitution des stocks aux États-Unis pourrait être supérieur aux projections, et l'activité économique en Chine pourrait ne pas décélérer autant qu'on l'anticipe.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés pendant les deux prochaines années compte tenu de l'essor de l'économie mondiale, mais ils pourraient reculer à mesure que de nouvelles sources d'approvisionnement apparaissent. On pense que le cours du baril de brut se maintiendra au-dessus de 50 dollars É.-U. durant le premier semestre de 2005 et redescendra à environ 43 dollars É. U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel, qui

grimperont vraisemblablement à l'approche de l'hiver, se maintiendront sans doute à des niveaux assez hauts jusqu'à la fin de 2006. Ces hypothèses cadrent avec les attentes actuelles du marché intégrées aux prix des contrats à terme (Graphique 18). Les cours pétroliers que prévoit la Banque dans son scénario de référence sont nettement supérieurs à ceux évoqués dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet.



La demande et l'offre globales au Canada

On s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à une expansion de l'économie canadienne jusqu'à la fin de 2006 (Tableau 2). Les investissements des entreprises devraient s'accroître encore sous l'effet de la vive accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale et du renchérissement des produits de base qui en a résulté, des conditions financières très favorables ainsi que des réductions des prix des machines et du matériel importés. La progression vigoureuse des dépenses de consommation sera alimentée, prévoit-on, par de nouveaux gains au chapitre des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement devraient se stabiliser aux niveaux élevés où ils s'établissent actuellement, à mesure que l'offre rattrape la demande. D'après les projections, les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmenteront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant de maintenir l'équilibre budgétaire.

On s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à l'expansion de l'économie canadienne jusqu'en 2006.

Note technique 3

La dynamique des exportations et des importations

Au cours des dernières années, les fluctuations considérables des variables macroéconomiques, les perturbations importantes subies par les flux commerciaux à la suite de chocs inhabituels, ainsi que la volatilité élevée des données sur le commerce et les révisions substantielles apportées à ces dernières ont rendu difficile l'interprétation des mouvements des exportations et des importations. Néanmoins, l'analyse des données récentes relatives au commerce et à l'évolution macroéconomique, à l'aide de modèles à correction d'erreurs portant sur les exportations et les importations, permet de croire que les échanges internationaux se sont ajustés de la manière décrite ci-après.

Les exportations se sont vivement redressées au cours des derniers trimestres, après une période de baisse tendancielle au terme de laquelle elles se situaient à un niveau bien inférieur à leurs valeurs « fondamentales » de long terme (celles-ci ont été calculées au moyen d'un modèle économétrique faisant intervenir les niveaux observés de la production étrangère, les prix relatifs des exportations et le degré d'ouverture mondiale au commerce mesuré par le ratio des exportations au PIB des pays de l'OCDE). L'écart constaté est apparemment attribuable au moins en partie à l'accroissement de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie mondiale et à un certain nombre de facteurs défavorables propres à des secteurs précis¹. La relance des exportations enregistrée dernièrement semble avoir résulté principalement de l'essor de l'économie mondiale et du renchérissement des produits de base qui l'a accompagné. Les exportations ont sans doute aussi été stimulées par un changement de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles², par l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs et, dans une moindre mesure, par la diminution, au cours de la dernière année, des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier par rapport aux prix à l'exportation des produits finaux. Les exportations se sont donc rapprochées, au deuxième trimestre de cette année, de leur valeur de long terme estimée.

En 2003 et 2004, les importations ont augmenté comparativement à une mesure des activités à forte intensité d'importations. Mais en même temps, elles sont tombées encore davantage en deçà des valeurs données par un modèle économétrique combinant les niveaux observés des activités à forte intensité d'importations, des prix relatifs des importations et de l'ouverture mondiale au commerce. Un examen des données désagrégées laisse croire que cet écart tient pour une grande part aux importations de machines et de matériel, et, dans une mesure restreinte à cet égard, aux efforts déployés pour réduire des stocks jugés excessifs par rapport aux ventes dans les industries ayant une forte propension à importer des pièces et des composantes d'équipement. Étant donné l'incertitude qui entoure les paramètres estimés du modèle relatif aux importations, il est possible d'obtenir une fourchette de valeurs probables en ce qui concerne l'écart lié aux importations. Il convient donc d'interpréter avec prudence les estimations ci-après, qui font état d'un écart considérable.

1. Pour un examen de ces chocs, voir le texte intitulé « Les tendances récentes du volume des exportations », publié à la Note technique 1 de la livraison d'avril 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.

2. Par exemple, une mesure pondérant les indices de la production industrielle américaine et de différentes composantes du PIB des États-Unis en fonction des proportions — dans l'ensemble des exportations canadiennes — des catégories d'exportations auxquelles ces composantes se rapportent affiche une croissance beaucoup plus forte que celle du PIB américain depuis le troisième trimestre de 2003.

Bien qu'il demeure très difficile de prévoir avec confiance l'évolution future des ajustements touchant au commerce extérieur, il semble probable que les exportations nettes apporteront une contribution négative à la croissance à court terme, du fait que les exportations ralentiront davantage que les importations. Les exportations pourraient moins bénéficier des facteurs qui ont récemment neutralisé les effets de l'appréciation du taux de change, tandis que les importations pourraient tendre à regagner le terrain perdu et à remonter vers des niveaux plus élevés correspondant aux valeurs « fondamentales » de long terme.

Écart des exportations par rapport aux valeurs fondamentales de long terme estimées



Données les plus récentes : 2^e trimestre 2004

Écart des importations par rapport aux valeurs fondamentales de long terme estimées



Données les plus récentes : 2^e trimestre 2004

Valeurs de long terme estimées des élasticités

| | Exportations ¹ | Importations ¹ |
|--|---------------------------|---------------------------|
| Activité (à l'étranger ou intérieure) ² | 1,0 ³ | 1,0 ³ |
| Prix relatifs (des exportations ou des importations) | -0,4 | -0,9 |
| Intensité des exportations dans les pays de l'OCDE | 0,6 | 0,4 |

1. Modèle estimé entre les premiers trimestres de 1973 et de 2004
2. Activité à l'étranger : indices du PIB des pays du G6 pondérés en fonction des échanges commerciaux avec le Canada. Activité intérieure : PIB canadien, moins les dépenses publiques et la divergence statistique, plus les importations.
3. Élasticité imposée, qui n'est pas statistiquement différente de l'élasticité sans contraintes estimée

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

* Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans la *Mise à jour* de juillet.

La poursuite de l'expansion économique mondiale se traduira vraisemblablement par une nouvelle avance des exportations canadiennes, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations. On estime que l'appréciation passée du dollar canadien continuera de limiter la croissance des exportations canadiennes et stimulera plutôt celle des importations tout au long de 2005.

Néanmoins, il demeure difficile d'analyser l'évolution du volume des échanges extérieurs du Canada à partir de leurs déterminants fondamentaux (Note technique 3). Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations se situaient bien en deçà de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser penser. Depuis, les exportations sont remontées près de leur niveau estimé à long terme, tandis que les importations sont restées bien en dessous. Cette évolution inusitée, conjuguée aux révisions substantielles et continues qui sont apportées aux données du commerce, rend particulièrement incertaines les projections quant à la contribution future des exportations nettes à l'expansion du PIB. De façon plus générale, compte tenu des diverses forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale, certains risques pèsent sur les prévisions de la Banque concernant les importations, les exportations et les investissements des entreprises.

Les cours plus élevés que prévu du pétrole (actuels et à venir) devraient tendre, toutes choses égales par ailleurs, à réduire la

demande d'exportations canadiennes, à accroître les coûts de production des entreprises canadiennes et à freiner les dépenses des ménages. Au fil du temps, cette majoration des prix devrait aussi entraîner une hausse des dépenses en capital et de la production chez les entreprises productrices d'énergie. Compte tenu du temps qu'il faut pour obtenir les approbations réglementaires nécessaires au lancement de grands projets et des vives tensions régnant sur les marchés des intrants, en raison notamment de pénuries de main-d'œuvre qualifiée, on s'attend à ce que l'ascension des cours de l'or noir n'ait qu'une incidence limitée à court terme sur les dépenses en capital des entreprises productrices d'énergie. Il est probable, par conséquent, que la montée des prix de l'énergie aura un léger effet négatif sur le PIB canadien dans un avenir rapproché, avant que l'effet positif se fasse sentir de façon plus prononcée sur les dépenses d'investissement et la production d'énergie.

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que le PIB réel s'accroîtra à un rythme annualisé moyen de quelque 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) pendant la période allant du second semestre de 2004 à la fin de 2006. Étant donné l'incidence de la hausse des prix du pétrole (dont un ralentissement possible de l'économie américaine) et l'effet modérateur que l'appréciation passée du dollar canadien devrait continuer d'exercer sur les exportations nettes, le taux de croissance devrait être un peu inférieur à 3 % en 2005 et légèrement supérieur à ce chiffre en 2006. Le rythme d'expansion devrait donc s'établir, en moyenne annuelle, à un peu moins de 3 % en 2004 et en 2005 et à quelque 3 1/4 % en 2006.

Les prévisions concernant la croissance en 2004 ont été révisées légèrement à la hausse par rapport aux chiffres avancés dans le *Rapport* d'avril et dans la *Mise à jour* de juillet, tandis que celles relatives à l'année 2005 ont été revues à la baisse. Le taux de croissance escompté pour 2005 est également inférieur aux derniers pronostics de Consensus Economics.

Une offre excédentaire modeste pourrait ainsi réapparaître dans l'économie canadienne en 2005, pour ensuite se résorber au plus tard au milieu de 2006. Le scénario de référence de la Banque suppose que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires au fil du temps, pour permettre à l'économie de tourner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.

Le taux de croissance devrait demeurer proche de 3 % jusqu'à la fin de 2006...

... et l'économie devrait continuer de tourner près des limites de sa capacité.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme ont augmenté, mais un grand nombre d'indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent proches de 2 %.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont légèrement augmenté depuis la mi-avril, mais un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé 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'automne révèlent que 72 % 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 inférieur à celui obtenu il y a neuf mois. En outre, bien que, selon la livraison d'automne du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, tout près de 90 % 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, 54 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Par contre, le rythme d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 et 2005 s'établit à environ 2 %. Leurs pronostics pour 2006 et au-delà continuent aussi de frôler les 2 %.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

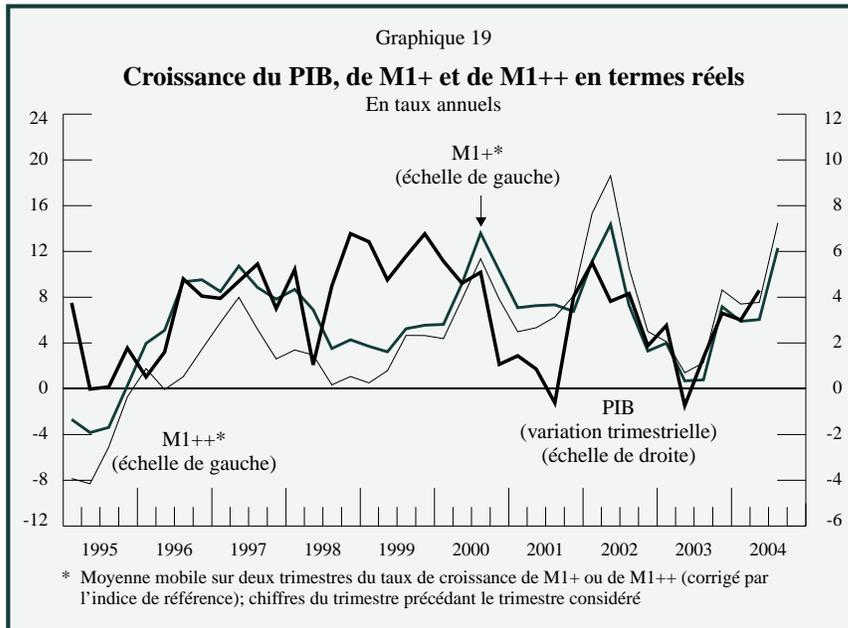
La dernière envolée des cours mondiaux de l'énergie risque davantage de se répercuter sur les prix des services et des produits non énergétiques. Si l'on se fie au passé récent, ces retombées devraient être d'ampleur assez faible et étalées sur une période d'environ deux ans. En raison de la persistance attendue de la hausse de ces prix, toutefois, il se pourrait qu'elles soient plus fortes que ne le donne à penser l'expérience récente.

Par ailleurs, l'appréciation qu'a connue le dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence.

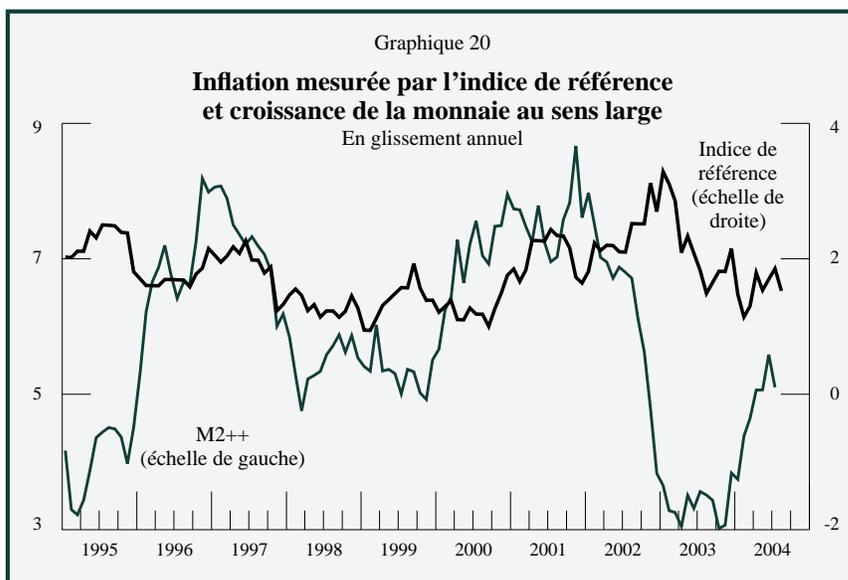
Le salaire horaire moyen des employés permanents progressera vraisemblablement à une cadence un peu plus rapide d'ici 2006. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter, mais il ne devrait pas dépasser 2 % au cours de la période de projection compte tenu de l'accélération attendue de la productivité du travail.

L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, s'est encore raffermi depuis la parution du *Rapport* d'avril. En dépit d'un certain ralentissement en juillet et en août, il demeure vigoureux en glissement annuel. Cet essor cadre en gros avec l'environnement de faibles taux d'intérêt et présage une forte croissance de la production dans les trimestres à venir (Graphique 19).



Depuis avril, le taux d'augmentation de la monnaie au sens large, M2++, a continué de se redresser par rapport aux bas niveaux où il se situait en 2003. Sa remontée tient à l'accélération de la progression des agrégats monétaires au sens étroit et, dans une moindre mesure, à celle des fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire. La croissance plus vive de M2++ laisse entrevoir une diminution du risque de pressions désinflationnistes (Graphique 20).



Les prévisions relatives à l'inflation

La présence de capacités excédentaires observée au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et les premiers mois de 2004 devrait maintenir au cours des prochains trimestres l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux attendu à long terme. La Banque s'attend aussi à ce que l'appréciation passée du dollar canadien exerce de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant toute l'année 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer à environ 1,5 % jusqu'à la fin de 2004...

La hausse en glissement annuel de l'indice de référence devrait demeurer aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Ce chiffre tient compte d'augmentations mensuelles de l'indice de référence désaisonnalisé plus élevées que celles enregistrées au cours des huit premiers mois de 2004, car on prévoit une réduction des rabais récemment accordés, par exemple, sur les vêtements et les services non liés au logement ainsi que des majorations annuelles des frais de scolarité et des impôts fonciers. Étant donné la volatilité que le taux d'accroissement de l'indice de référence a affichée depuis le début de l'année, le suivi de l'évolution à court terme de cette mesure de l'inflation est entaché d'un peu plus d'incertitude qu'en temps normal.

... puis se hisser au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005.

Comme l'économie tournera presque à plein régime durant la période de projection, que les effets des autres facteurs sont susceptibles de s'annuler mutuellement et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence se hissera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005 et se maintiendra à ce niveau tout au long de 2006 (Tableau 3).

| | 2004 | | 2005 | | | 2006 | |
|---|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| | 3 ^e trim. | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 2 ^e sem. | 1 ^{er} sem. | 2 ^e sem. |
| Indice de référence | 1,6 (1,7) | 1,5 (1,6) | 1,7 (1,8) | 1,8 (1,8) | 1,9 (1,9) | 2,0 (2,0) | 2,0 |
| IPC global | 2,0 (2,2) | 2,8 (2,2) | 3,1 (1,8) | 3,0 (1,8) | 1,9 (1,6) | 1,5 (1,7) | 1,7 |
| Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediae (en \$ É.-U. le baril) | | | | | | | |
| WTI (niveau) | 44 (38) | 54 (38) | 53 (36) | 51 (36) | 48 (35) | 45 (33) | 43 |

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

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur les perspectives d'augmentation sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Si le prix du baril de pétrole brut demeure au-dessus de 50 dollars É.-U. jusqu'au milieu de 2005, le rythme de progression de l'IPC global pourrait bien monter à la limite supérieure de la fourchette cible et s'y maintenir jusqu'au milieu de l'an prochain. Si l'on prend pour hypothèse que le cours du West Texas Intermediate descendra sous la barre des 50 dollars É.-U. le baril dans la deuxième moitié de 2005 et diminuera encore pour s'établir à 43 dollars É.-U. le baril d'ici le second semestre de 2006, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber bien en deçà de celui de l'indice de référence au courant du deuxième semestre de 2005 et rester inférieur à ce dernier tout au long de 2006.

Le rythme de progression de l'IPC global pourrait monter bien au-dessus de celui de l'indice de référence et rester supérieur à celui-ci jusqu'au milieu de 2005.

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.
- _____ (2004). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (automne).
- 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* (automne).
- _____ (2004). *Index of Consumer Attitudes* (septembre).
- 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.
- 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

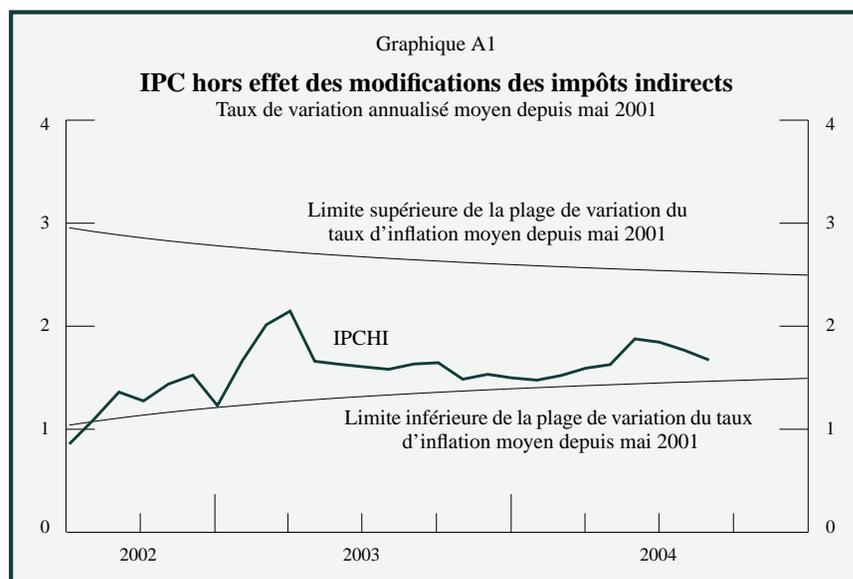
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Annexe

La tenue de l'inflation depuis mai 2001

En mai 2001, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont annoncé la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2006. La Banque a alors indiqué qu'elle comptait améliorer la mise en œuvre du cadre de réalisation de la cible en vue d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme. Nous examinons ici la tenue affichée par l'inflation depuis mai 2001 en vue d'évaluer dans quelle mesure la Banque a respecté cet engagement.

L'engagement que la Banque a pris de maintenir l'inflation à 2 %, le point médian visé, implique que l'on devrait pouvoir s'attendre à ce que le taux d'inflation se situe en moyenne à 2 % en longue période. De fait, le taux d'augmentation annualisé de l'IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)¹ s'est établi en moyenne à 1,7 % depuis mai 2001 (Graphique A1).



Comme la politique monétaire cherche systématiquement à ramener l'inflation à 2 % à un horizon de six à huit trimestres, les taux d'inflation calculés sur douze mois devraient tomber pour la plupart à l'intérieur d'une plage de ± 1 point de pourcentage

1. Nous nous concentrons sur cette mesure du fait que les interventions de la Banque ne visent pas à compenser les effets de première vague des modifications des impôts indirects. Il convient de noter qu'en raison de la majoration des taxes sur les produits du tabac, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global a été de 1,9 % durant la période en question.

autour de la valeur visée. Par conséquent, la plage de variation représentée au Graphique A1 pour le mois de mai 2002 a 2 % pour point médian et ses limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de cette valeur. Toutefois, l'amplitude de la plage renfermant la même fréquence de résultats diminuerait à mesure que s'allonge la période de calcul du taux d'inflation moyen s'il n'y a pas de corrélation entre les taux d'inflation calculés sur des périodes de douze mois qui ne se chevauchent pas (en d'autres termes, si les écarts par rapport à la cible sont véritablement aléatoires). La réduction de cette amplitude au fil du temps est illustrée au Graphique A1. Crawford (2001) analyse la question plus en détail.

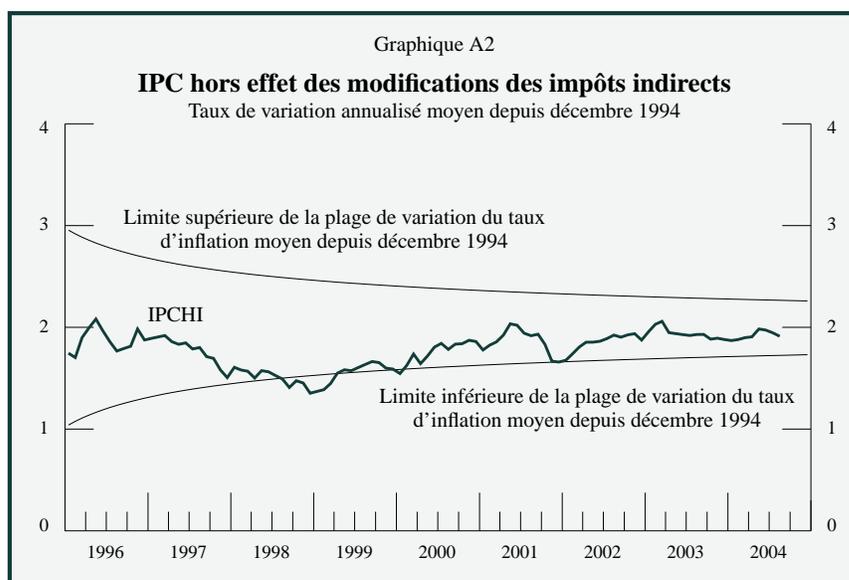
Il existe d'autres façons d'évaluer la prévisibilité de l'inflation à des horizons supérieurs à un an. Par exemple, le taux d'augmentation annualisé de l'IPCHI calculé sur deux ans s'est situé à 1 point de pourcentage ou moins de la cible 95 fois sur 100 depuis mai 2001 (Tableau A1). Il s'est également établi plus près du point médian durant cette période qu'il ne l'a fait au cours de la période précédente (soit de décembre 1996 à avril 2001). Aussi les taux de variation annuels moyens de l'IPCHI mesurés à partir de décembre 1994 sont-ils restés très voisins de 2 % pendant la majeure partie de la période comprise entre mai 2001 et août 2004 (Graphique A2)². De même, les mesures de l'inflation attendue à l'horizon de deux ans sont demeurées tout près du point médian.

| Tableau A1 | | | |
|---|---|---------|---------|
| Inflation annualisée calculée sur deux ans | | | |
| IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI) | | | |
| | Pourcentage des cas où l'inflation est restée à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian | | |
| | Limites de la plage | | |
| | ± 0,7 % | ± 0,8 % | ± 1,0 % |
| De décembre 1996 à avril 2001 | 62 | 81 | 91 |
| De mai 2001 à août 2004 | 90 | 95 | 95 |
| De mai 2002 à août 2004 | 96 | 100 | 100 |

La politique monétaire ne peut maintenir l'inflation exactement à 2 % mois après mois. Différents facteurs, comme des modifications inattendues de la demande et de l'offre globales et de fortes variations des prix de composantes volatiles de l'IPC,

2. Décembre 1995 est le premier mois où la fourchette visée par la Banque pour le taux d'inflation sur douze mois était centrée sur un point médian de 2 %.

comme l'énergie, peuvent porter le taux d'inflation au-dessus ou en dessous du point médian de la fourchette visée. Néanmoins, si la politique monétaire cherche systématiquement à orienter l'inflation vers ce point, les résultats observés devraient s'inscrire la plupart du temps à l'intérieur de la fourchette cible. Et, de fait, le taux de variation sur douze mois de l'IPCHI s'est situé dans la fourchette un peu moins de 70 fois sur 100 au cours de la période étudiée, ce qui est très proche des résultats obtenus pour la période allant de décembre 1995 à avril 2001 (Tableau A2). De plus, les cas où le taux d'inflation sur douze mois est sorti de la fourchette entre mai 2001 et août 2004 étaient dus pour la plupart à des variations temporaires des prix des composantes volatiles de l'IPCHI, comme en témoigne le fait que le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est établi à 1 point de pourcentage ou moins du point médian presque aussi souvent qu'au cours de la période précédente (Tableau A3)³. Par suite des fluctuations exceptionnellement fortes qu'ont enregistrées les prix des produits énergétiques depuis mai 2001, le taux d'augmentation de l'IPCHI sur douze mois s'est en effet inscrit un peu plus fréquemment, bien que de manière temporaire, en dehors de la fourchette cible qu'il ne l'avait fait entre décembre 1995 et avril 2001.



3. Il en a été ainsi parce que la majoration substantielle des primes d'assurance observée entre la fin de 2001 et le début de 2003 a fait passer temporairement le taux d'accroissement de l'indice de référence au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible à la fin de 2002 et au début de 2003.

| Tableau A2 | | | |
|---|---------------------|---------|---------|
| Pourcentage des cas où l'inflation sur douze mois est restée à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian | | | |
| IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI) | | | |
| | Limites de la plage | | |
| | ± 1 % | ± 1,2 % | ± 1,5 % |
| De décembre 1995 à avril 2001 | 74 | 85 | 100 |
| De mai 2001 à août 2004 | 68 | 70 | 83 |

| Tableau A3 | | | |
|---|---------------------|---------|---------|
| Pourcentage des cas où le taux d'augmentation de l'indice de référence est resté à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian | | | |
| | Limites de la plage | | |
| | ± 0,7 % | ± 0,8 % | ± 1,0 % |
| De décembre 1995 à avril 2001 | 69 | 85 | 97 |
| De mai 2001 à août 2004 | 88 | 88 | 93 |

