

## RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Octobre 2004 –

## Sommaire

**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.

**Faits saillants**

- **L'économie canadienne s'est rapprochée de son potentiel de production plus tôt que prévu.**
- **Elle devrait continuer à tourner près des limites de sa capacité d'ici la fin de 2006 et connaître une croissance légèrement inférieure à 3 % en 2005 et un peu supérieure à ce chiffre en 2006.**
- **L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2005.**
- **Ce scénario suppose de nouvelles réductions du degré de détente monétaire au fil du temps pour permettre à l'économie de fonctionner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.**
- **Ces prévisions sont entachées de risques et d'incertitudes appréciables concernant les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale.**

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 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. 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.

### ***L'évolution récente***

Le PIB réel du Canada a progressé de 3,7 % en chiffres annuels au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. L'un des moteurs de cette croissance a été le vif essor qu'ont connu les exportations

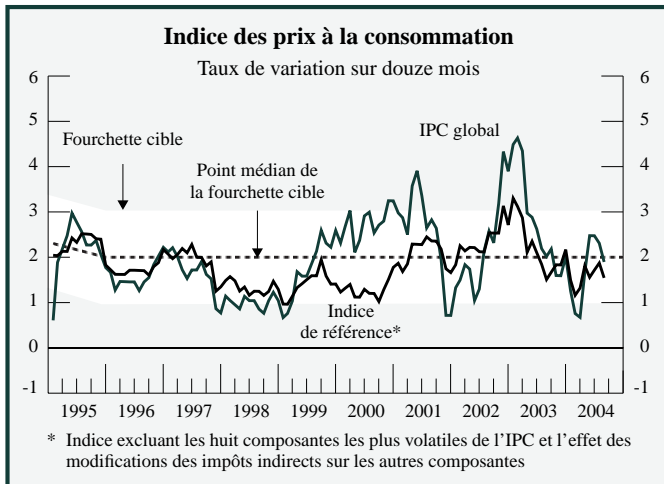
à la suite du renforcement de la demande mondiale et de leur remontée par rapport au niveau inhabituellement bas où elles étaient tombées en 2003. La dépense des ménages a également fait montre d'une grande vigueur, et les dépenses d'investissement des entreprises ont bondi. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance a avoisiné 3 % en rythme annuel au troisième trimestre de 2004.

Les entreprises canadiennes sont encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. De nombreuses entreprises, en particulier celles qui sont très exposées à la concurrence internationale, sont en train de modifier leurs niveaux d'activité et d'emploi ainsi que leurs projets d'investissement. Ce processus d'ajustement n'est pas terminé. Néanmoins, les résultats — parus dernièrement — de l'enquête que la Banque a menée à l'automne sur les perspectives des entreprises laissent croire que, dans l'ensemble, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes demeure élevé, les entreprises de l'Ouest affichant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada. Les intentions d'investissement restent relativement fermes dans la plupart des secteurs, mais le secteur manufacturier continue de faire exception.

Le dollar canadien a enregistré des fluctuations importantes depuis la publication du *Rapport* d'avril et a gagné environ 7 % par rapport à son pendant américain. Parmi les facteurs ayant contribué à l'appréciation du dollar canadien durant cette période, mentionnons la progression plus forte que prévu de l'activité au pays, l'expansion moins vigoureuse qu'escompté aux États-Unis et la fermeté des prix de nombreux produits de base.

Compte tenu de l'accélération de la croissance au premier semestre de 2004 et des légères révisions à la hausse apportées aux données du PIB pour 2003, la mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise habituellement porte à croire que l'économie canadienne s'est rapprochée des limites de sa capacité dès le milieu de l'année, soit plus tôt qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

Cette mesure est entourée d'un large intervalle de confiance. Si certains indica-



teurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus intenses que la mesure usuelle de la Banque ne le laisse supposer, selon d'autres, la marge de capacités inutilisées serait plus grande que cette mesure ne semble le montrer. De façon générale, la Banque estime que sa mesure habituelle trace un portrait équilibré du taux d'utilisation des capacités au sein de l'économie.

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 en cours. Cependant, à l'échelle de l'économie, l'offre excédentaire est actuellement faible.

Les capacités inutilisées présentes dans l'appareil de production en 2003 et au début de 2004 ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de la cible durant les huit premiers mois de cette année. Le taux d'accroissement de cet indice s'est établi à 1,5 % en août, un chiffre en gros conforme à celui que la Banque anticipait dans le *Rapport* d'avril.

Le rythme de progression de l'IPC global a largement dépassé celui de l'indice de référence, à cause surtout de la hausse des prix de l'essence et du mazout consécutive à la montée des cours mondiaux du pétrole brut. Ces derniers ont excédé de beaucoup les niveaux envisagés dans le *Rapport* d'avril ou la *Mise à jour* de juillet, sous l'effet du dynamisme

de la demande à l'échelle internationale et des craintes d'une interruption des approvisionnements.

### ***Les perspectives en matière de croissance et d'inflation***

La tenue de l'économie mondiale a été meilleure que prévu au premier semestre de 2004, et les perspectives à cet égard demeurent positives. Cependant, le renchérissement considérable de l'or noir observé récemment devrait limiter la croissance à l'échelle du globe. En supposant que le cours du baril de pétrole se situera en moyenne à environ 50 dollars É.-U. l'an prochain et à 44 dollars É.-U. en 2006 — comme les prix des contrats à terme le laissent présager —, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que l'expansion de l'économie américaine ralentisse, passant de 4 1/2 % approximativement en 2004 à quelque 3 3/4 % l'an prochain, avant de remonter aux alentours de 4 % en 2006.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques vont sans doute rester relativement élevés durant les deux prochaines années compte tenu de l'essor projeté de l'économie mondiale, mais ils devraient reculer un peu avec l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement.

Certaines incertitudes entourent les prévisions de la Banque relatives à l'économie mondiale. Des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les perspectives de croissance des économies américaine et chinoise pour 2005. À plus long terme, les principales inconnues concernent la façon dont les déséquilibres internationaux seront corrigés, notamment ceux de la balance courante aux États-Unis et en Asie, ainsi que le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans de nombreux pays industrialisés.

Pour ce qui est du Canada, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que les exportations continuent à progresser, quoique moins rapidement. La poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale devrait contribuer à une expansion robuste de l'activité jusqu'à la fin de 2006. Les investissements des entreprises devraient augmenter

encore davantage, et les dépenses de consommation seront alimentées, prévoit-on, par de nouveaux gains au chapitre des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement devraient se stabiliser au niveau élevé où ils se situent actuellement. Le rythme d'accroissement des importations s'accélénera vraisemblablement, à la faveur du dynamisme de la demande intérieure et des ajustements continus à l'appréciation du dollar canadien. Toutefois, compte tenu des diverses forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale, les projections de la Banque quant aux importations, aux exportations et aux investissements des entreprises sont entachées de risques.

On prévoit que le renchérissement du pétrole aura, globalement, une incidence légèrement positive sur l'économie canadienne à moyen terme, du fait que les réductions des exportations de biens manufacturés et des dépenses de consommation qu'il entraînera devraient être compensées par une augmentation de la production et des investissements en capital des entreprises productrices d'énergie. Mais, compte tenu du temps qu'il faut pour obtenir les approbations réglementaires dans bien des cas, ainsi que des pénuries possibles de matières premières et de main-d'œuvre, les effets positifs de la majoration des prix du pétrole sur ces entreprises seront sans doute limités à court terme. La Banque pense par conséquent que la montée des cours pétroliers aura au total un léger effet modérateur sur l'activité économique en 2005.

Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse

à un rythme annualisé moyen de 3 % (soit le taux de croissance de la production potentielle) jusqu'à la fin de 2006. Étant donné les retombées de la hausse des prix du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, on prévoit que le taux d'expansion sera légèrement inférieur à 3 % en 2005, et un peu supérieur à ce chiffre en 2006. Ce scénario 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.

Comme l'économie fonctionnera presque à son plein potentiel durant la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence, que l'on estime à environ 1 1/2 % au quatrième trimestre de 2004, devrait monter à la cible de 2 % d'ici la fin de 2005, puis rester à ce niveau jusqu'à la fin de 2006. L'appréciation passée du dollar canadien continuera probablement d'exercer de faibles pressions à la baisse sur le taux d'accroissement de cet indice tout au long de 2005.

Les fluctuations des cours du pétrole brut resteront un facteur déterminant dans les perspectives d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global. Si ces cours suivent la trajectoire que laissent entrevoir les prix actuels des contrats à terme, la Banque estime que le rythme de progression de l'IPC global se rapprochera de la limite supérieure de la fourchette cible de 1 à 3 % au premier semestre de 2005, pour ensuite descendre un peu en deçà de celui de l'indice de référence au début de 2006.

*Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Le Rapport se fonde sur l'information qui avait été reçue à la date d'annonce préétablie du 19 octobre 2004.*

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

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