

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

## MISE À JOUR

– juillet 2006 –

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2006.*

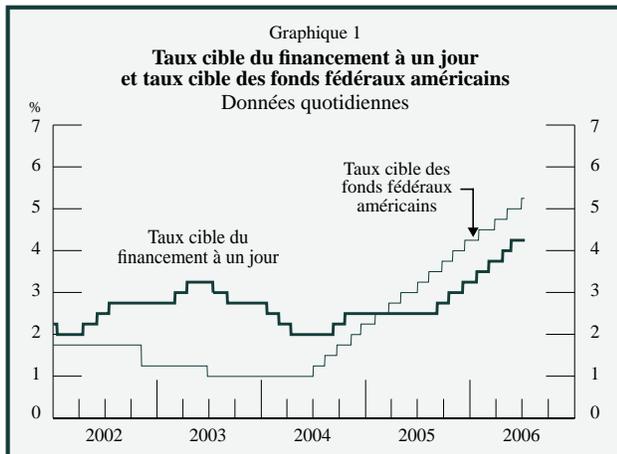
### Vue d'ensemble

Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance économique et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'expansion semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, et le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette plus élevée qu'on ne l'avait envisagé dans le dernier *Rapport*. En outre, la composition de la demande a continué de se modifier, la consommation gagnant en importance au détriment des exportations. Le dynamisme additionnel affiché par la demande intérieure devrait se poursuivre l'an prochain, mais ce facteur sera vraisemblablement plus que contrebalancé par une baisse des exportations nettes, attribuable principalement à la vigueur récente du dollar canadien. Par conséquent, dans l'ensemble, la croissance économique devrait être légèrement plus faible, en 2007 et en 2008, qu'on ne l'entrevoit en avril.

La Banque estime actuellement que l'économie fonctionne à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production. Compte tenu de la modération attendue de l'expansion aux États-Unis, conjuguée aux hausses passées des taux d'intérêt et du

### Faits saillants

- Dans l'ensemble, les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada sont essentiellement les mêmes qu'en avril.
- La croissance semble avoir été un peu plus forte au premier semestre de 2006, mais elle devrait être un peu plus faible en 2007 et en 2008, en raison surtout des effets retardés de l'appréciation récente du dollar.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 %.
- Les risques entourant la projection de la Banque demeurent relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.
- La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.



taux de change, l'économie canadienne devrait revenir à son potentiel d'ici la fin de 2008. La Banque prévoit que le PIB réel progressera à un rythme de 3,2 % en 2006, de 2,9 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) ayant pour effet d'abaisser le taux d'inflation en glissement annuel de 0,6 point de pourcentage durant cet intervalle. L'inflation devrait ensuite remonter à la cible de 2 % et y demeurer. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie sont contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. Pour sa part, le taux d'augmentation de l'indice de référence (qui exclut l'effet des modifications des impôts indirects ainsi que huit des composantes les plus volatiles de l'IPC) devrait se maintenir aux alentours de 2 % tout au long de la période de projection.

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, l'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme au scénario de référence de la Banque, qui suppose une résorption ordonnée des déséquilibres à l'échelle du globe. La rotation de la demande mondiale devient plus visible,

comme en témoignent le renforcement de la demande intérieure en Europe et au Japon, le repli de la consommation aux États-Unis et une certaine dépréciation du dollar américain en termes effectifs réels.

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, entourent la projection de la Banque, mais celle-ci juge encore que ces risques sont relativement équilibrés. Les risques à la hausse touchant la production et l'inflation au Canada sont liés surtout au dynamisme des dépenses des ménages et à la progression des prix des logements. Le principal risque à la baisse qui pèse sur l'économie canadienne tient au fait que l'activité pourrait ralentir plus rapidement que prévu aux États-Unis, et réduire ainsi la demande d'exportations canadiennes. Compte tenu de la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale, les risques à la baisse deviennent légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la fin de mai, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour le porter à 4,25 %. Ce taux est demeuré inchangé le 11 juillet dernier (Graphique 1). La Banque juge à l'heure actuelle que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme. Elle suivra l'évolution économique et financière sur la scène mondiale et au pays, ainsi que les ajustements en cours au sein de l'économie canadienne, par rapport à sa projection.

## L'évolution économique et financière récente

### *La conjoncture internationale*

L'expansion de l'économie mondiale demeure robuste, la Chine et les pays de la zone euro ayant affiché ces derniers mois une croissance un peu plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait.

Aux États-Unis, l'évolution de l'activité est généralement conforme aux prévisions. Le taux de croissance du PIB réel a été élevé pendant la dernière année, et supérieur

en moyenne à celui de la production potentielle. L'économie américaine semble tourner près de son plein potentiel, et les indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel ralentit, particulièrement en ce qui a trait aux investissements dans le secteur résidentiel et aux dépenses de consommation.

Les chiffres de l'inflation sont un peu plus élevés que prévu aux États-Unis, ce qui s'explique apparemment par une réaction plus prononcée à la poursuite de la forte expansion, par la hausse cumulative des prix des produits de base ainsi que par la dépréciation substantielle qu'a enregistrée le dollar américain, en termes effectifs réels, depuis 2002.

### **Les marchés financiers et des produits de base**

Devant l'évolution de la conjoncture internationale, plusieurs grandes banques centrales ont resserré encore leur politique monétaire depuis la publication du *Rapport* d'avril. La Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne, entre autres, ont majoré leurs taux directeurs respectifs. La Banque du Japon a continué de mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif.

Du fait notamment de la hausse des taux d'intérêt dans le monde, les marchés boursiers de nombreux pays se sont contractés ces derniers mois. Toutefois, les baisses les plus marquées des cours se sont produites sur les marchés qui avaient enregistré des gains notables durant les quatre premiers mois de 2006. La volatilité s'est accentuée sur les marchés, mais s'est atténuée depuis.

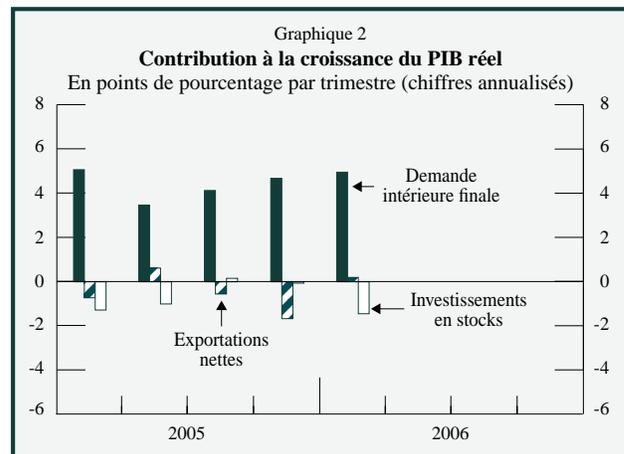
Malgré les amples fluctuations des prix des métaux et des autres produits de base, les cours des matières premières se situent généralement, au milieu de 2006, à peu près au niveau auquel on s'attendait lors de la publication du dernier *Rapport*. Depuis, le dollar canadien s'est apprécié par rapport à son pendant américain; il s'est échangé dans une fourchette d'environ 88,5 à 91,5 cents É.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 85,5 à 88,5 cents É.-U. approximativement.

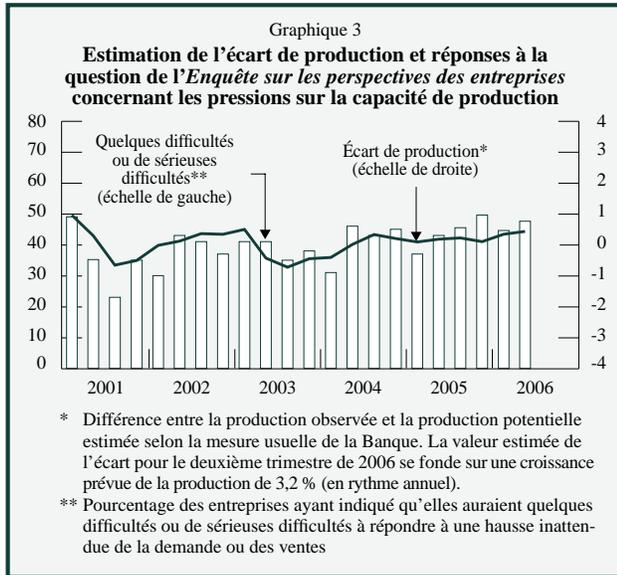
### **L'activité économique au Canada**

Au premier semestre de 2006, le PIB réel du pays semble avoir progressé un peu plus rapidement que prévu. L'économie a continué de s'ajuster à la conjoncture internationale, notamment aux prix toujours élevés de bon nombre des produits de base que le Canada exporte et à la force du dollar canadien.

Le PIB réel a augmenté à un taux annualisé de 3,8 % au premier trimestre de 2006, un chiffre supérieur aux 3,2 % anticipés dans le *Rapport* d'avril. La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance du PIB (Graphique 2).

À la lumière des informations disponibles, la Banque estime que le PIB réel a progressé d'environ 3,2 % au deuxième trimestre, ce qui est conforme à ses prévisions antérieures. Les données mensuelles révèlent que les dépenses de consommation ont augmenté plus rapidement qu'escompté, à la faveur de nouvelles hausses substantielles de l'emploi, du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages. Cette évolution est également compatible avec la poursuite de la vive expansion du crédit aux ménages. Cet accroissement supplémentaire des dépenses de consommation semble avoir été neutralisé par la faiblesse plus grande que prévu du volume des exportations de marchandises au cours de la même période.





### Les pressions sur la capacité de l'économie

L'accélération de l'expansion économique au premier semestre de 2006 fait en sorte que le niveau d'activité et l'intensité des pressions estimatives s'exerçant sur la capacité de production sont, au milieu de l'année, un peu plus élevés que ce qui était prévu dans la livraison d'avril du *Rapport*.

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production, qui est entourée d'un large intervalle de confiance, donne à penser que le volume de production au sein de l'économie dépassait d'environ 0,4 % le niveau de la production potentielle au deuxième trimestre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée au-dessus de la moyenne (Graphique 3).

Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet sans précédent en mai 2006, et le taux de chômage est tombé à son niveau le plus bas depuis le milieu des années 1970. Cette tension observée sur le marché du travail est toutefois moins visible dans les salaires. Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a varié entre

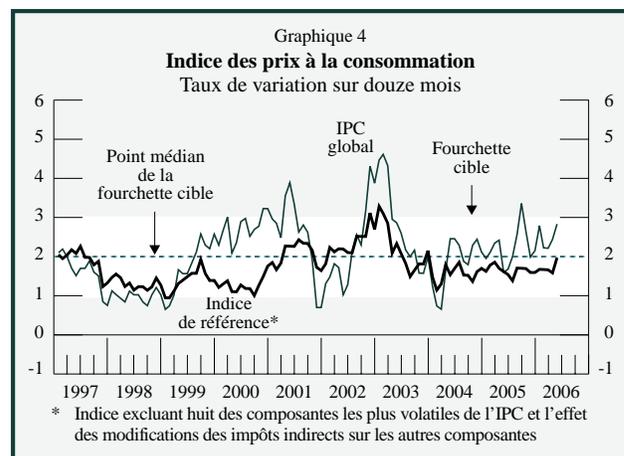
3 et 4 % au cours de la dernière année et, compte tenu d'une croissance tendancielle de la productivité de près de 1 3/4 %, le taux d'augmentation sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre semble se situer autour de 2 %.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production au deuxième trimestre de 2006.

### L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est resté supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,6 % en moyenne en avril et en mai 2006 (Graphique 4). Une fois encore, cette situation tenait surtout à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie.

À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessous de 2 % durant les quatre premiers mois de 2006, puis est montée à 2 % en mai, soit un peu plus tôt que prévu. Le taux d'augmentation des frais de logement des propriétaires a grimpé depuis le début de l'année, en raison de la majoration des prix des maisons neuves. Le rythme de progression des prix des autres services s'est aussi accéléré. Parallèlement, le recul



des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et l'appréciation passée du dollar canadien ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations.

## Les perspectives économiques

Le scénario de référence de la Banque suppose une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi qu'une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux, rendue possible par des politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et par une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels.

On s'attend maintenant à ce que l'expansion de l'économie mondiale se chiffre à 4,9 % en 2006, ce qui est légèrement supérieur au taux de 4,8 % escompté dans le dernier *Rapport*. À l'échelle internationale, le dynamisme actuel de l'activité devrait s'atténuer graduellement; la croissance de l'économie ralentira pour se situer à 4,6 % en 2007 et à 4,4 % en 2008, soit un rythme plus conforme à celui de la production potentielle.

Comme on le prévoyait dans le *Rapport* d'avril, le taux d'augmentation du PIB réel aux États-Unis devrait s'établir en moyenne à 3,5 % en 2006, avant de descendre à un niveau proche de celui de la production potentielle, soit environ 3,2 %, en 2007 et en 2008. L'activité sur le marché du logement et la hausse des dépenses de consommation devraient ralentir à mesure que les sources de croissance se modifieront, les exportations gagnant en importance par rapport à la demande intérieure.

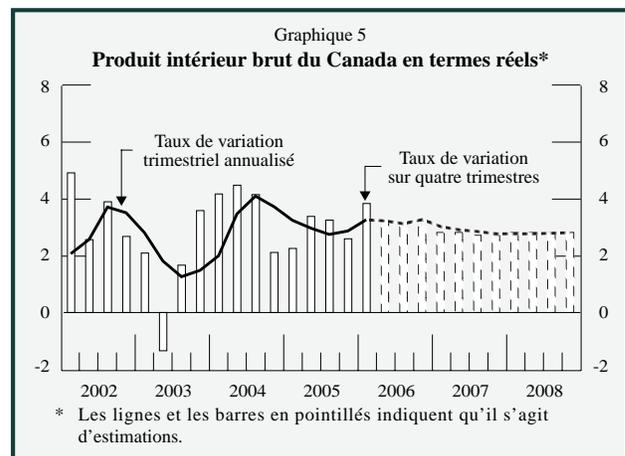
Les cours à terme du pétrole brut, pour la période de projection, sont un peu supérieurs à ceux mentionnés dans le *Rapport* d'avril — ils se situent en moyenne juste au-dessus de 74 dollars É.-U. le baril —, alors que les cours à terme du gaz naturel sont légèrement plus bas.

Pendant la période considérée, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait redescendre en deçà

des hauts niveaux atteints au deuxième trimestre de 2006, du fait surtout que les cours des métaux fléchiront à mesure que l'accroissement de l'offre mondiale deviendra plus manifeste. Le niveau projeté de ces prix demeure néanmoins élevé par comparaison aux données historiques.

La Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que le taux d'expansion de l'économie s'établira à 3,2 % en 2006, à 2,9 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Graphique 5, Tableau 1). Si, dans l'ensemble, ces perspectives restent essentiellement les mêmes que celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport*, elles sont légèrement plus favorables pour 2006, et un peu moins favorables pour 2007 et 2008. Le ralentissement prévu de la croissance cadre avec l'hypothèse selon laquelle le cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain continuera d'évoluer, pendant la période considérée, dans la fourchette plus élevée où il s'est situé récemment. En outre, la composition projetée de la croissance s'est modifiée quelque peu depuis avril (Tableau 1). La hausse plus marquée des dépenses de consommation est contrebalancée par une détérioration des perspectives concernant les exportations nettes.

Le dynamisme de la demande intérieure au Canada, soutenu par une forte expansion à l'échelle du globe, constitue encore un élément important du scénario de référence. On s'attend à ce que les investissements des entreprises et les dépenses



| <b>Tableau 1</b><br><b>Contribution à la croissance</b><br><b>annuelle moyenne du PIB réel<sup>1</sup></b><br>En points de pourcentage |                              |                              |                            |
|--|------------------------------|------------------------------|----------------------------|
|  | 2006                         | 2007                         | 2008                       |
| Consommation   | 2,0<br>(1,8)                 | 1,8<br>(1,6)                 | 1,6<br>(1,6)               |
| Logement   | 0,2<br>(0,1)                 | -0,1<br>(-0,1)               | -0,1<br>(-0,1)             |
| Administrations<br>publiques   | 0,8<br>(0,9)                 | 0,8<br>(0,9)                 | 0,7<br>(0,6)               |
| Investissements fixes<br>des entreprises   | 1,0<br>(1,0)                 | 0,9<br>(0,8)                 | 0,6<br>(0,7)               |
| <b>Total partiel : demande<br/>intérieure finale</b>   | <b>4,0</b><br><b>(3,8)</b>   | <b>3,4</b><br><b>(3,2)</b>   | <b>2,8</b><br><b>(2,8)</b> |
| Exportations   | 1,1<br>(1,7)                 | 1,2<br>(1,4)                 | 1,2<br>(1,2)               |
| Importations   | -2,0<br>(-2,1)               | -1,7<br>(-1,6)               | -1,2<br>(-1,1)             |
| <b>Total partiel :<br/>exportations nettes</b>   | <b>-0,9</b><br><b>(-0,4)</b> | <b>-0,5</b><br><b>(-0,2)</b> | <b>0</b><br><b>(0,1)</b>   |
| Stocks   | 0,1<br>(-0,3)                | 0<br>(0)                     | 0<br>(0)                   |
| <b>PIB</b>   | <b>3,2</b><br><b>(3,1)</b>   | <b>2,9</b><br><b>(3,0)</b>   | <b>2,8</b><br><b>(2,9)</b> |

1. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'avril.

de consommation demeurent robustes, et à ce que les dépenses de logement, après avoir vivement augmenté en 2006, enregistrent un faible recul en 2007 et en 2008. La projection suppose que les dépenses publiques au titre des biens, des services et des transferts croîtront sensiblement à la même cadence que les recettes, ce qui accentuera la vigueur de la demande intérieure.

Bien que l'essor des exportations devrait se poursuivre grâce à la vitalité de la demande mondiale, on prévoit maintenant que la croissance des exportations apportera une contribution plus modeste à l'expansion de l'économie, compte tenu de l'hypothèse du maintien du taux de change dans la fourchette actuelle. Par ailleurs, une nouvelle hausse appréciable des investisse-

ments en machines et en matériel, combinée à la vigueur du dollar canadien, devrait dynamiser les importations. Les exportations nettes devraient donc brider la croissance globale pendant un certain temps, bien que cet effet s'estompera probablement au cours de la période de projection.

La Banque estime encore que le rythme d'expansion de la production potentielle atteindra 2,9 % en 2006, et 3,0 % en 2007 et en 2008<sup>1</sup>. Ce profil de croissance implique que l'économie continuera d'afficher une demande légèrement excédentaire pendant le reste de 2006 et qu'elle reviendra à son potentiel d'ici la fin de 2008. Dans ce scénario de référence, la modération anticipée de l'expansion aux États-Unis, conjuguée à l'effet retardé des hausses passées des taux d'intérêt et du taux de change, rétablit l'équilibre entre l'offre et la demande globales. En conséquence, selon ce scénario, le taux directeur se trouve à l'heure actuelle à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

La diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1<sup>er</sup> juillet 2006, et le comportement des marchés du pétrole brut et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global. On estime que la baisse de un point de pourcentage de la TPS aura pour effet direct d'abaisser l'IPC global de 0,6 %. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 1/2 % du milieu de cette année jusqu'au milieu de 2007, puis remonter à la cible de 2 % (Tableau 2). Il convient de noter que, selon toute vraisemblance, le rythme d'augmentation de l'IPC global chutera temporairement à près de 1 % en septembre prochain, en raison de la brève flambée des cours de l'énergie en septembre 2005.

1. Depuis la publication du *Rapport* d'avril, Statistique Canada a révisé à la hausse ses estimations relatives à la croissance de la productivité du travail pour 2005, confortant ainsi l'hypothèse de la Banque selon laquelle le taux d'augmentation de la productivité en longue période est de 1 3/4 %, et le rythme d'expansion de la production potentielle, de 3 %.

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. Les pressions à la hausse attribuables à la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être compensées par les pressions à la baisse continues que viendront

exercer de nouvelles réductions des prix des biens manufacturés. On s'attend à ce que ces pressions opposées s'atténuent en parallèle au cours de la période considérée, si bien que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera à 2 %.

| Tableau 2<br>Résumé des projections <sup>a</sup>   |                          |                         |                                  |                                  |                                  |                        |                     |
|--|--------------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|------------------------|---------------------|
|  | 2006                     |                         |                                  |                                  | 2007                             |                        | 2008                |
|  | 1 <sup>er</sup><br>trim. | 2 <sup>e</sup><br>trim. | 3 <sup>e</sup><br>trim.          | 4 <sup>e</sup><br>trim.          | 1 <sup>er</sup><br>sem.          | 2 <sup>e</sup><br>sem. |                     |
| PIB réel<br>(taux de variation trimestriel annualisé) <sup>b</sup>   | <b>3,8</b><br>(3,2)      | <b>3,2</b><br>(3,2)     | <b>3,0</b><br>(3,0)              | <b>3,0</b><br>(3,0)              | <b>2,8</b><br>(2,9)              | <b>2,7</b><br>(2,9)    | <b>2,8</b><br>(2,9) |
| PIB réel<br>(taux de variation sur douze mois)   | <b>3,2</b><br>(3,2)      | <b>3,2</b><br>(3,1)     | <b>3,1</b><br>(3,0)              | <b>3,2</b><br>(3,1)              | <b>2,9</b><br>(3,0)              | <b>2,8</b><br>(2,9)    | <b>2,8</b><br>(2,9) |
| Indice de référence<br>(taux de variation sur douze mois)  | <b>1,7</b><br>(1,7)      | <b>1,8</b><br>(1,8)     | <b>2,0</b><br>(2,0)              | <b>2,0</b><br>(2,0)              | <b>2,0</b><br>(2,0)              | <b>2,0</b><br>(2,0)    | <b>2,0</b><br>(2,0) |
| IPC global<br>(taux de variation sur douze mois)   | <b>2,4</b><br>(2,4)      | <b>2,7</b><br>(2,6)     | <b>1,5</b><br>(1,9) <sup>c</sup> | <b>1,8</b><br>(2,3) <sup>c</sup> | <b>1,6</b><br>(2,1) <sup>c</sup> | <b>2,0</b><br>(2,0)    | <b>2,0</b><br>(2,0) |
| IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects<br>(taux de variation sur douze mois) | <b>2,4</b><br>(2,4)      | <b>2,7</b><br>(2,6)     | <b>2,1</b><br>(1,9)              | <b>2,4</b><br>(2,3)              | <b>2,2</b><br>(2,1)              | <b>2,0</b><br>(2,0)    | <b>2,0</b><br>(2,0) |
| WTI <sup>d</sup><br>(niveau)   | <b>63</b><br>(63)        | <b>71</b><br>(70)       | <b>73</b><br>(73)                | <b>75</b><br>(74)                | <b>76</b><br>(74)                | <b>75</b><br>(73)      | <b>73</b><br>(71)   |

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.  
 b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.  
 c. Il est à noter que la projection relative à l'IPC global présentée dans le *Rapport* d'avril ne tenait pas compte de la diminution de la TPS, un impôt indirect.  
 d. Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediae (en \$ É.-U. le baril), fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 7 juillet 2006.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.  
 Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca).

