

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 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 24 janvier 2006.

Vue d'ensemble

L'évolution des économies canadienne et mondiale est essentiellement conforme aux attentes de la Banque. Les perspectives en matière de croissance et d'inflation au pays sont semblables à celles présentées dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

On s'attend à ce que le produit intérieur brut (PIB) réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution en cours à l'échelle du globe et aux changements des prix relatifs qui en découlent. Les prix des produits de base énergétiques ont bondi durant la deuxième moitié de 2005. Le dollar canadien s'est apprécié légèrement par rapport au dollar américain et a varié dans une fourchette un peu plus élevée, soit de 85 à 87 cents É.-U.

Le taux d'augmentation de l'IPC global a été volatil, en raison des fluctuations marquées des prix de l'essence. Il s'est hissé au-dessus de 3 %, comme on l'anticipait, mais s'est ensuite replié plus rapidement qu'escompté. L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable, à 1,6 %, conformément aux attentes.

Bien que l'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie selon les indicateurs utilisés, la Banque juge encore que l'économie fonctionne à pleine capacité.

L'expansion vigoureuse de l'économie devrait se poursuivre aux États-Unis

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne à pleine capacité.
- La Banque prévoit encore que l'économie du pays progressera à peu près au même rythme que la production potentielle jusqu'à la fin de 2007.
- Les taux d'accroissement de l'IPC et de l'indice de référence devraient revenir à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.
- La Banque considère toujours que les risques entourant ses projections sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.
- À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur.

et ailleurs dans le monde. Dans ce contexte, le scénario de référence de la Banque pour le Canada prévoit une vive accélération de la demande intérieure et une nouvelle hausse des exportations. Néanmoins, il est probable que les exportations nettes freineront légèrement la croissance cette année et en 2007. On estime que le PIB progressera à un rythme annuel de 3,1 % en 2006 et de 2,9 % l'an prochain, de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel.

Le taux d'accroissement de l'IPC global restera influencé par les cours du pétrole brut et du gaz naturel. La Banque prévoit qu'il avoisinera 2,5 % au premier semestre de 2006, avant de descendre à 2 % d'ici le premier semestre de 2007. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait aussi revenir à 2 % d'ici le premier semestre de l'an prochain; cet horizon est un peu plus éloigné que celui qu'on entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout des pressions à la baisse plus persistantes que prévu exercées par les prix des importations.

La Banque considère toujours que les risques entourant son scénario de référence sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.

La Banque a majoré son taux directeur de 25 points de base à chacune des quatre plus récentes dates d'annonce préétablies, portant ainsi le taux cible du financement

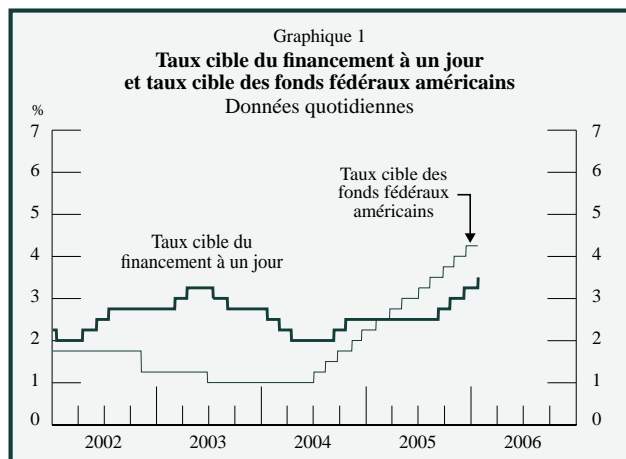
à un jour à 3,5 % (Graphique 1). À la lumière de son scénario de référence et de son évaluation actuelle des risques, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme.

L'évolution économique et financière récente

L'économie a continué d'afficher une solide expansion à l'échelle du globe l'an dernier. Aux États-Unis, les indicateurs récents donnent à penser que le PIB réel a progressé de 3,6 % en 2005, un chiffre légèrement supérieur au taux de 3,5 % prévu dans le *Rapport* d'octobre. Conjugué à la poursuite du vif essor de l'économie chinoise et au fait que la demande intérieure a connu une certaine reprise au Japon, ce résultat tend à indiquer que la croissance du PIB mondial en 2005 s'est vraisemblablement établie à un peu plus de 4 % en moyenne.

Au second semestre de 2005, l'économie canadienne a continué de subir des ajustements considérables, commandés par l'évolution de la conjoncture internationale et les changements des prix relatifs qui en découlent. Les facteurs dont l'influence s'est fait sentir sont notamment le dynamisme de l'économie mondiale, le niveau élevé des cours des produits de base, la baisse des prix de nombreux biens manufacturés et l'appréciation du dollar canadien.

Il convient de souligner l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (c'est-à-dire le rapport des prix des exportations à ceux des importations), attribuable principalement à la poussée des prix des produits et des ressources énergétiques. En glissement annuel, les termes de l'échange ont augmenté de 4,4 % au troisième trimestre de 2005, et, selon les indicateurs récents, ils ont poursuivi leur ascension au quatrième trimestre. Par conséquent, les revenus réels ont progressé plus rapidement que la production

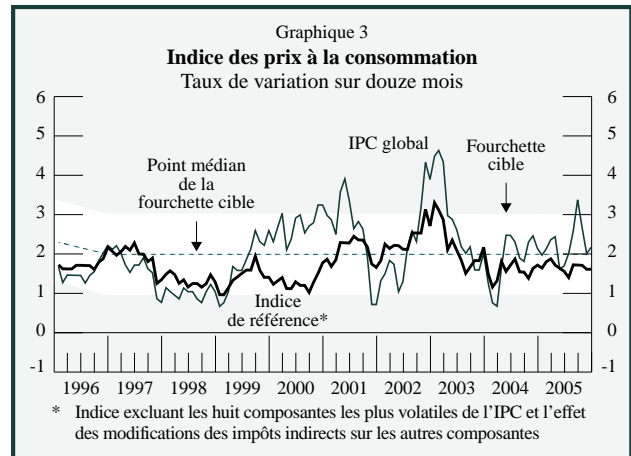
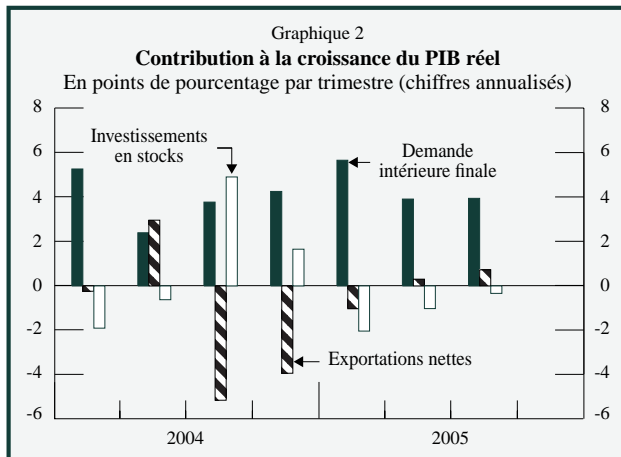


réelle (mesurée par le PIB réel). Cela s'est reflété dans les gains enregistrés aux chapitres des bénéfices des entreprises, du revenu du travail et des recettes publiques, et dans la nette montée des cours des actions des sociétés des secteurs énergétique et minier.

La poursuite de la forte expansion de l'économie mondiale, conjuguée au renchérissement des exportations, semble avoir favorisé une hausse notable des dépenses d'investissement des entreprises et du volume des exportations. Bien que les dépenses des ménages aient ralenti un peu durant la deuxième moitié de 2005, elles sont demeurées un moteur de la croissance appréciable de la demande intérieure au cours de la période (Graphique 2).

Dans l'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. Ce résultat signifie que l'activité économique, à la fin de l'année, se situait à un niveau proche de celui projeté dans le *Rapport* d'octobre.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a continué d'afficher une volatilité marquée pendant les quatre derniers mois de 2005 (Graphique 3). Comme on s'y attendait, il s'est hissé au-dessus de 3 % en septembre, en raison de la flambée temporaire des prix de l'essence qui a suivi les perturbations de la production aux États-Unis provoquées par le passage des ouragans. Au



quatrième trimestre de 2005, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée à 2,3 %, un taux inférieur à celui escompté dans le *Rapport* d'octobre. Cet écart tient principalement au fait que les prix de l'essence se sont repliés plus vivement que prévu après leur brusque poussée, à la faveur d'un léger recul des cours du pétrole brut et d'un retour rapide des marges bénéficiaires à des niveaux plus normaux.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable. Même si l'économie semblait fonctionner à pleine capacité au quatrième trimestre, la progression sur douze mois de cet indice s'est établie à 1,6 %, soit le même niveau qu'aux deux trimestres précédents. La diminution des prix de nombreux biens à forte teneur en importations a continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence, sous l'effet conjugué des baisses des cours mondiaux d'un grand nombre de biens manufacturés et de l'appréciation passée du dollar canadien. Aucun signe ne laisse croire que le renchérissement de l'énergie s'est répercuté de manière sensible sur l'indice de référence.

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté pour se maintenir dans une fourchette de 3 1/2 à 4 % depuis le milieu de 2005. Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2,6 %, en glissement annuel, au troisième trimestre de 2005.

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie quelque peu selon les indicateurs retenus. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada donne encore à penser que l'appareil de production est soumis à de fortes pressions. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé des pressions sur leur capacité de production ou des pénuries de main-d'œuvre est demeurée bien au-dessus de la moyenne. Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans l'Ouest canadien. Ailleurs au pays, un certain nombre d'entreprises indiquent qu'elles utilisent plus pleinement leur capacité de production.

Parallèlement, l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque révèle que l'économie fonctionnait à pleine capacité à la fin de 2005 (Graphique 4). Plusieurs indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie tournait près des limites de sa capacité. Les hausses des coûts de main-d'œuvre, en particulier, semblent conforter davantage aujourd'hui qu'en octobre dernier l'opi-

nion selon laquelle l'économie fonctionne à peu près à plein régime.

L'inflation mesurée par l'indice de référence témoigne de pressions moins intenses, et s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003.

Le Conseil de direction estime, après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, que l'économie tournait à pleine capacité à la fin de 2005.

Les conditions financières

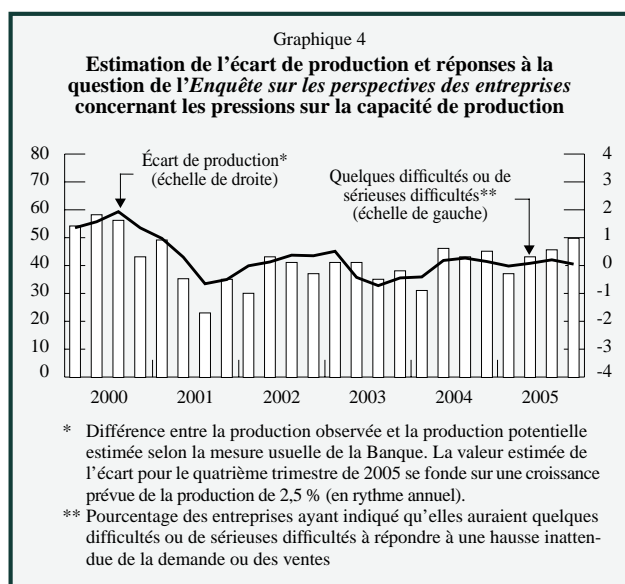
Le dollar canadien s'est apprécié légèrement vis-à-vis du dollar américain depuis la parution du numéro d'octobre du *Rapport*. Il évolue maintenant dans une fourchette de 85 à 87 cents É.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 84 à 86 cents É.-U. à partir de septembre. Sa valeur n'a guère changé par rapport à celle de la plupart des autres grandes devises durant cette période. Le haut niveau des prix des produits de base contribue toujours à la vigueur de la monnaie canadienne.

Les conditions financières au pays restent favorables. Les rendements des obligations de sociétés sont toujours faibles, les marchés boursiers se sont améliorés ces derniers mois, et la volatilité y est peu élevée.

Les perspectives économiques

La Banque continue de fonder son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux à moyenne échéance, accompagnée d'une nouvelle dépréciation modérée et graduelle du dollar américain en termes effectifs réels; et un cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, qui se maintiendra dans la fourchette de 85 à 87 cents É.-U. observée actuellement.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait demeurer vigoureux et



se situer à un peu plus de 4 % en 2006 et à quelque 4 % en 2007, grâce au dynamisme soutenu de l'activité en Asie, à la reprise graduelle en Europe et à la solide croissance aux États-Unis. Les perspectives pour l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Compte tenu de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans et du regain de confiance des consommateurs, on s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel s'établisse à 3,6 % et à 3,1 % respectivement en 2006 et 2007.

Les prix du pétrole brut et du gaz naturel affichent une grande volatilité depuis la mi-octobre. D'après les cours des contrats à terme, le prix du baril de pétrole sera tout juste supérieur à 65 dollars É.-U. en moyenne pendant l'horizon de projection, et celui du gaz naturel restera en moyenne aux alentours de 10 dollars É.-U. le million de BTU.

Les cours réels des produits de base non énergétiques devraient demeurer proches de leurs niveaux actuels tout au long de 2006 et de 2007. Combinée aux hypothèses retenues quant à la trajectoire des prix de l'énergie, cette prévision implique que les termes de l'échange du Canada se maintiendront près du niveau élevé atteint au second semestre de 2005.

Dans ce contexte, la Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que la solide progression de la demande intérieure finale continuera de contribuer de façon importante à l'expansion économique en 2006 et 2007 (Tableau 1). Elle table en particulier sur un fort accroissement des investissements des entreprises, attribuable à un certain nombre de facteurs, dont l'essor de l'activité à l'échelle mondiale et les attentes quant à la persistance des prix élevés des produits de base.

Les dépenses de consommation, qui ont augmenté sensiblement en 2005, devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur surtout de la hausse relativement prononcée des revenus réels. Les investissements

	2005	2006	2007
Consommation	2,2 (2,2)	1,7 (1,6)	1,6 (1,7)
Logement	0,2 (0,3)	-0,2 (-0,2)	0 (0)
Administrations publiques	0,7 (0,7)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)
Investissements fixes des entreprises	1,0 (0,9)	0,9 (0,8)	0,7 (0,6)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	3,4 (3,2)	3,2 (3,2)
Exportations	1,3 (1,3)	2,1 (2,1)	1,6 (1,6)
Importations	-2,6 (-2,7)	-2,4 (-2,3)	-1,9 (-1,8)
Total partiel : exportations nettes	-1,3 (-1,4)	-0,3 (-0,2)	-0,3 (-0,2)
Stocks	0,1 (0,1)	0 (-0,1)	0 (0)
PIB	2,9 (2,8)	3,1 (2,9)	2,9 (3,0)

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

dans le secteur du logement, par contre, devraient fléchir légèrement après avoir beaucoup progressé ces dernières années.

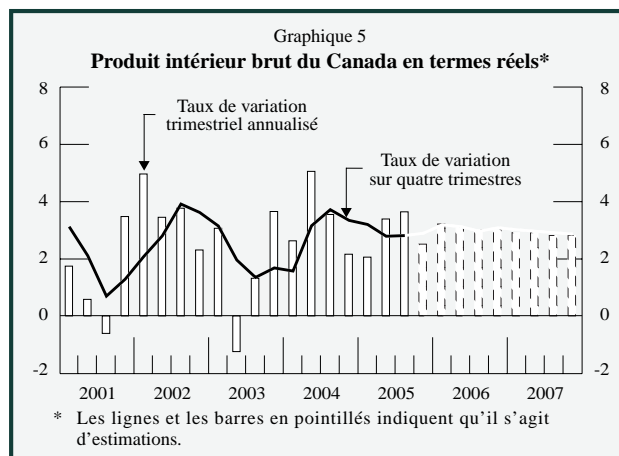
La croissance des dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devrait être importante, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant pratiquement au même rythme que les recettes.

Les exportations devraient grimper encore du fait de la poursuite de l'expansion de l'économie américaine, tandis que les nouveaux gains substantiels enregistrés au chapitre des dépenses d'investissement en machines et matériel continueront probablement de stimuler les importations. Même si le processus d'ajustement des exportations nettes à la montée du dollar canadien en 2003 et 2004 paraît très avancé, on s'attend,

compte tenu de l'appréciation subséquente du huard, à ce que ces dernières freinent quelque peu la croissance en 2006 et 2007.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion de l'économie se situera à 3,1 % en 2006 et à 2,9 % en 2007, soit des niveaux proches de ceux envisagés dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 5, Tableau 2). La croissance de la production potentielle est toujours estimée à 2,9 % pour 2006 et à 3,0 % pour 2007.

Ce profil d'évolution implique que l'économie se trouverait en situation de demande légèrement excédentaire en 2006, et tournerait de nouveau à pleine capacité avant la fin de 2007. Dans ce scénario de référence, on suppose que deux facteurs contribueront à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales l'an prochain, soit l'effet de la montée des taux



d'intérêt à court terme et le ralentissement prévu de l'économie américaine.

Comme l'économie fonctionne à son plein potentiel et que les attentes d'inflation sont bien ancrées, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence atteindra 2 % d'ici le premier semestre de 2007. Cet horizon est un peu plus éloigné que celui auquel on s'attendait dans le dernier *Rapport*, ce qui s'explique par l'incidence, sur les prix à la consommation, d'une baisse plus persistante que prévu des prix en dollars canadiens de nombreux biens manufacturés.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure de l'évolution des marchés du pétrole brut et du gaz naturel. Ce taux devrait avoisiner 2,5 % au premier semestre de 2006, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.

Les risques pesant sur le scénario de référence

Les risques qui pèsent sur le scénario de référence pour l'économie canadienne semblent toujours équilibrés pour 2006, les perspectives quant à la croissance de l'économie mondiale étant entachées de risques tant à la hausse qu'à la baisse.

À partir de 2007, les risques à la baisse deviennent prépondérants. Si la correction des déséquilibres mondiaux devait entraîner un ralentissement de l'activité économique à l'échelle internationale, le

	2005		2006		2007	
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (Taux de variation trimestriel annualisé)	2,5 (2,7)	3,2 (2,9)	3,1 (2,9)	3,0 (2,9)	2,9 (3,0)	2,8 (3,0)
PIB réel (Taux de variation sur douze mois)	2,9 (2,8)	3,2 (2,9)	3,1 (2,9)	3,0 (2,9)	3,0 (2,9)	2,9 (3,0)
Indice de référence (Taux de variation sur douze mois)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (Taux de variation sur douze mois)	2,3 (2,9)	2,5 (2,8)	2,4 (2,8)	2,1 (2,0)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)
WTI** (niveau)	60 (63)	65 (64)	66 (64)	67 (64)	67 (63)	67 (62)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediaire (en \$ É.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 20 janvier 2006

volume des exportations nettes, les prix des produits de base et le rythme de croissance des investissements des entreprises au pays seraient moins élevés qu'on ne le projette dans le scénario de référence. En outre, une dépréciation prononcée du dollar américain par rapport à son pendant canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, accentuerait les effets négatifs sur la demande des biens en provenance du Canada.

Outre ces risques, certaines incertitudes entourent encore l'évaluation générale des pressions sur la capacité de production et de leur incidence sur l'inflation, en raison des importants déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du pays. La Banque suit de près l'évolution de la situation.

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.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.

Téléphone : 613 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

