

## RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Octobre 2006 –

## Sommaire

***Vue d'ensemble***

L'économie canadienne continue de fonctionner à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production, et l'inflation mesurée par l'indice de référence attendue à court terme a augmenté quelque peu. Toutefois, étant donné le ralentissement plus rapide que prévu de l'activité aux États-Unis, le scénario de référence relatif à la croissance de l'économie canadienne a été revu légèrement à la baisse par rapport à celui exposé dans la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. En outre, le recul des prix de l'énergie a entraîné une révision à la baisse du taux d'accroissement projeté de l'IPC global et contribué à ramener le cours du dollar canadien dans une fourchette un peu plus basse.

Bien que la demande intérieure au Canada ait continué de progresser à un rythme solide, la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres de 2006 a été plus faible qu'on ne s'y attendait, en bonne partie à cause du fléchissement des exportations nettes. La détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis est venue assombrir celles des exportations et de la croissance au Canada. De plus, compte tenu de l'évolution récente de la productivité du travail, la Banque a réduit à 2,8 % le taux d'augmentation de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008. En conséquence, la Banque a revu à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne et entrevoit maintenant une progression du PIB de 2,8 % cette année et de 2,5 % en 2007. Cependant, vu la reprise escomptée de l'économie américaine vers la fin de l'an prochain, la croissance devrait s'accélérer pour atteindre 2,8 % en 2008. Ce profil de croissance implique que le faible excédent

affiché par la demande en ce moment se résorbera d'ici le second semestre de 2007 et que par la suite l'économie demeurera essentiellement en équilibre jusqu'à la fin de la période de projection.

Étant donné la légère demande excédentaire observée à l'heure actuelle et la vigueur des prix des logements, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se hisser légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains mois. On prévoit qu'elle redescendra

**Faits saillants**

- La Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau tout juste supérieur à sa capacité de production.
- Le taux de croissance projeté de l'économie canadienne a été réduit à 2,8 % pour 2006 et à 2,5 % pour 2007, en raison de la détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis.
- La Banque a abaissé à 2,8 % le taux d'accroissement de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoisiner 1 1/2 % en moyenne jusqu'au milieu de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %.
- La Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.
- La Banque juge à l'heure actuelle que le taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

à 2 % au milieu de 2007 et qu'elle s'y maintiendra jusqu'à la fin de 2008, à mesure que l'économie retournera à son potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront.

Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera d'être influencé par la diminution de la taxe sur les produits et services (TPS) et l'évolution des marchés de l'énergie. Si l'on en juge par les prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global avoisinera probablement 1 1/2 % en moyenne jusqu'au deuxième trimestre de 2007, avant de remonter à la cible de 2 %, où elle devrait rester jusqu'à la fin de la période de projection.

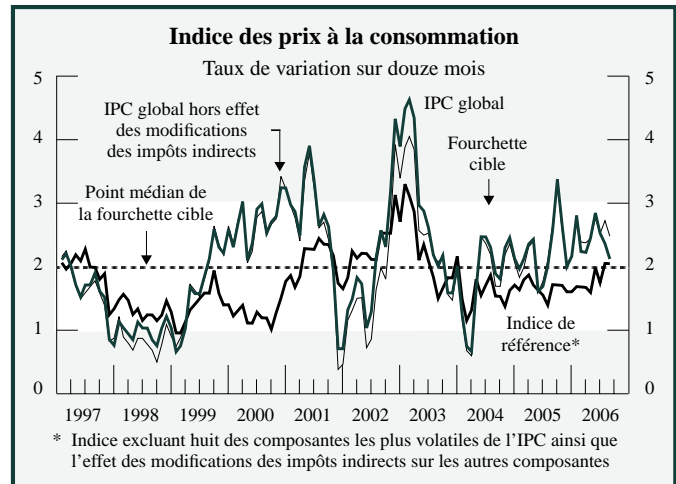
La Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 4 1/4 % le 6 septembre et le 17 octobre. Elle juge à l'heure actuelle que le taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

Comme elle l'indiquait dans son communiqué du 6 septembre dernier, la Banque est d'avis que les risques pesant sur le scénario de référence se sont légèrement accentués depuis juillet. Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu, ce qui provoquerait une diminution des exportations canadiennes. La Banque considère que les risques à la hausse et à la baisse qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.

La correction des déséquilibres mondiaux s'opère sans heurts, quoique lentement. Toutefois, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées, il subsiste une possibilité que cet ajustement devienne désordonné. Pour cette raison, la résultante des risques associés à la croissance des économies mondiale et canadienne s'inscrit légèrement en baisse vers la fin de la période de projection.

### L'évolution récente

Au cours des derniers mois, le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré au-dessus de la cible de 2 %. L'inflation mesurée par cet indice a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août, mais ce recul est surtout attribuable à l'incidence temporaire de la réduction de la TPS. Sans les modifications des impôts



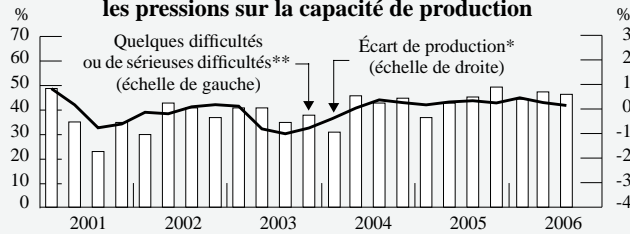
indirects, l'inflation se serait chiffrée à 2,6 % en août. Le renchérissement de l'essence, du logement et de certains services a exercé des pressions à la hausse sur l'inflation, qui ont cependant été en partie contrebalancées par le repli des prix de nombreux biens importés. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 2,0 % en juillet, soit plus tôt qu'escompté, et s'est maintenue à ce niveau en août.

L'expansion de l'économie a ralenti : après s'être établie à 3,6 % en chiffres annuels au premier trimestre, elle s'est située à 2,0 % au deuxième trimestre, soit un rythme moins élevé que les 3,2 % anticipés dans la *Mise à jour* de juillet. Selon les données dont nous disposons, le PIB réel aurait crû d'environ 2 % au troisième trimestre.

La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance au premier semestre. La dépense des ménages a fortement progressé à la faveur de la hausse du revenu et de l'avoir net de ces derniers, tandis que les profits substantiels que les entreprises ont réalisés les ont aidées à accroître leurs dépenses d'investissement. Après avoir augmenté rapidement à la fin de 2005, les exportations se sont contractées au premier semestre de 2006, mais certains signes témoignent d'un redressement au troisième trimestre.

Le fait que l'activité économique ait été moins élevée que prévu aux deuxième et troisième trimestres de 2006 implique que son niveau est un peu inférieur à ce qu'on avait anticipé. Vu la faiblesse récente de la croissance de la productivité du travail, cependant, le taux d'augmentation de la

### Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



\* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

\*\* Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

production potentielle estimé au moyen de la mesure dont se sert habituellement la Banque a aussi été revu légèrement à la baisse pour 2005 et 2006. Par conséquent, la mesure économétrique de l'écart de production indique que l'économie tournait à un rythme dépassant de 0,2 % sa capacité de production au troisième trimestre. Une grande incertitude entache cette estimation, mais l'opinion du Conseil de direction selon laquelle l'économie fonctionne à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel est corroborée de manière générale par un large éventail d'indicateurs.

Les prix de nombreux produits de base non énergétiques sont demeurés fermes. Les cours du pétrole brut ont toutefois fléchi ces dernières semaines, sous l'effet d'une diminution des risques d'approvisionnement et dans la perspective d'une progression moins vive de la demande. Les cours du gaz naturel ont également connu un recul marqué depuis la fin de 2005. Cette évolution se traduira par une réduction des termes de l'échange du Canada et par un tassement de l'expansion du PIB nominal pendant le reste de 2006. On peut ainsi s'attendre à ce que la croissance des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques soit soumise à certaines pressions à la baisse dans l'avenir.

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

Le scénario de référence de la Banque suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée. On fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme

aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 87,5 à 90,5 cents É.-U. observée récemment.

L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux. Si l'expansion de l'activité a ralenti aux États-Unis, elle s'est accélérée en Europe, au Japon et dans beaucoup de pays à marché émergent. Les signes selon lesquels l'essor de la demande est alimenté moins par les États-Unis et davantage par d'autres pays sont encourageants, une telle évolution étant importante pour la résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux. Dans l'ensemble, les prévisions de croissance économique à l'échelle du globe ont été relevées à 5,1 % pour 2006, à 4,7 % pour l'an prochain et à 4,5 % pour 2008.

On juge en ce moment que l'économie américaine progressera de 3,3 % en 2006, soit un peu moins rapidement qu'on ne l'avait anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. Comme l'activité a décéléré de façon marquée dans le secteur du logement, la croissance du PIB aux États-Unis au second semestre de 2006 s'établira probablement dans une fourchette de 2 à 2 1/2 %, c'est-à-dire en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle, actuellement estimé à 3 %. Le rythme d'expansion de l'économie devrait rester inférieur à celui de la production potentielle en 2007, soit à 2,6 %, mais augmenter d'ici la fin de cette année-là et se situer à 3,2 %, en moyenne, en 2008. On s'attend à ce que l'inflation tendancielle diminue graduellement chez nos voisins du sud, sous l'effet du ralentissement de la croissance à court terme.

Au Canada, la demande intérieure continuera vraisemblablement de soutenir l'expansion économique jusqu'à la fin de 2008. Les dépenses de consommation devraient rester fermes, à la faveur de nouveaux gains aux chapitres du revenu disponible et de l'avoir net des ménages. On estime que les investissements des entreprises se renforceront davantage, du fait des contraintes de capacité, des cours relativement élevés des produits de base, des conditions financières favorables et des liquidités importantes. Par contre, les investissements dans le secteur du logement devraient reculer quelque peu en 2007 et 2008. La Banque suppose que l'ensemble des administrations publiques équilibreront leurs dépenses et leurs recettes, conformément aux engagements qu'elles ont pris à cet égard.

Compte tenu du ralentissement de l'économie américaine et des effets retardés de l'appréciation passée du dollar canadien, on s'attend à ce que l'expansion des exportations soit modérée à court terme et à ce que le dynamisme des importations s'intensifie. Les exportations nettes devraient retrancher 1,3 point de pourcentage au taux de croissance cette année et 0,7 point en 2007, mais ne plus freiner l'expansion en 2008.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'augmentation annuel moyen du PIB réel se situera à 2,8 % en 2006, à 2,5 % en 2007 et à 2,8 % en 2008. Cette projection reflète la détérioration des perspectives à court terme de l'économie américaine. Elle tient compte aussi de la réduction de notre estimation du taux d'accroissement de la production potentielle, qui s'établit maintenant à 2,8 %, et ce, jusqu'à la fin de 2008. Cette révision reflète celle qui a été apportée au taux de croissance tendanciel de la productivité du travail. Il est donc prévu que l'économie affichera encore une demande légèrement excédentaire à court terme, avant de retourner au niveau de la production potentielle au second semestre de 2007. L'économie continuerait ensuite de tourner près de son plein potentiel jusqu'à la fin de 2008.

Le comportement des marchés de l'énergie et la diminution de la TPS auront eu pour effet de faire tomber temporairement l'inflation mesurée par l'IPC global au-dessous de 1 % en septembre. Le taux de progression moyen de cet indice avoisinera vraisemblablement 1 1/2 % entre le dernier trimestre de 2006 et le deuxième trimestre de 2007 (soit un niveau moins élevé qu'on ne l'entrevoit dans la *Mise à jour* de juillet). Il devrait ensuite s'établir aux alentours de 2 % jusqu'à la fin de 2008. Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser quelque peu la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2007, compte tenu de la demande légèrement excédentaire au sein de l'économie et de la vigueur persistante des prix des logements. Les pressions à la hausse attribuables à ces facteurs devraient être encore en partie contrebalancées par de nouvelles pressions à la

baisse dues au recul des prix des biens manufacturés. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendra à 2 % au second semestre de l'an prochain et qu'elle se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection, à mesure que ces pressions s'atténueront.

Résumé des projections selon le scénario de référence*						
	2006			2007		2008
	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> sem.	2 <sup>e</sup> sem.	
PIB réel (taux (ou taux moyen) de croissance trimestriel annualisé)**	<b>2,0</b> (3,2)	<b>2,0</b> (3,0)	<b>2,8</b> (3,0)	<b>2,5</b> (2,8)	<b>2,7</b> (2,7)	<b>2,8</b> (2,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	<b>2,9</b> (3,2)	<b>2,5</b> (3,1)	<b>2,6</b> (3,2)	<b>2,4</b> (2,9)	<b>2,6</b> (2,8)	<b>2,8</b> (2,8)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	<b>1,8</b> (1,8)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,1</b> (2,0)	<b>2,2</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	<b>2,6</b> (2,7)	<b>1,7</b> (1,5)	<b>1,5</b> (1,8)	<b>1,4</b> (1,6)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	<b>2,6</b> (2,7)	<b>2,2</b> (2,1)	<b>2,0</b> (2,4)	<b>1,9</b> (2,2)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)
WTI *** (niveau)	<b>71</b> (71)	<b>71</b> (73)	<b>60</b> (75)	<b>64</b> (76)	<b>66</b> (75)	<b>67</b> (73)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet.

\*\* Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

\*\*\* L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 octobre 2006.

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 : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;  
site Web : www.banqueducanada.ca