



BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2006

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 est 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 huit des 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 pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001; Armour et Laflèche, 2006).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5315
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2006 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Pierre Duguay,
David Longworth et Tiff Macklem.*

Il importe de ne pas oublier qu'au moment de formuler la politique monétaire, la Banque tente toujours de dresser un portrait global de l'économie. Nous ne réagissons pas de façon intempestive à une information isolée. Nous réunissons plutôt tous les éléments qui nous permettront de dégager les tendances de l'économie.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
21 juin 2006*

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	10
3. L'évolution financière	19
Les taux d'intérêt et les taux de change	19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière	22
4. Les perspectives	25
La conjoncture internationale	25
La demande et l'offre globales au Canada..	29
Les perspectives en matière d'inflation	31
Les risques pesant sur les perspectives	34
Bibliographie	37

Notes techniques

1. L'interprétation du comportement récent des exportations	9
2. Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien	20
3. Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages.	35

1. 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 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

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 17 octobre 2006.

(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.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

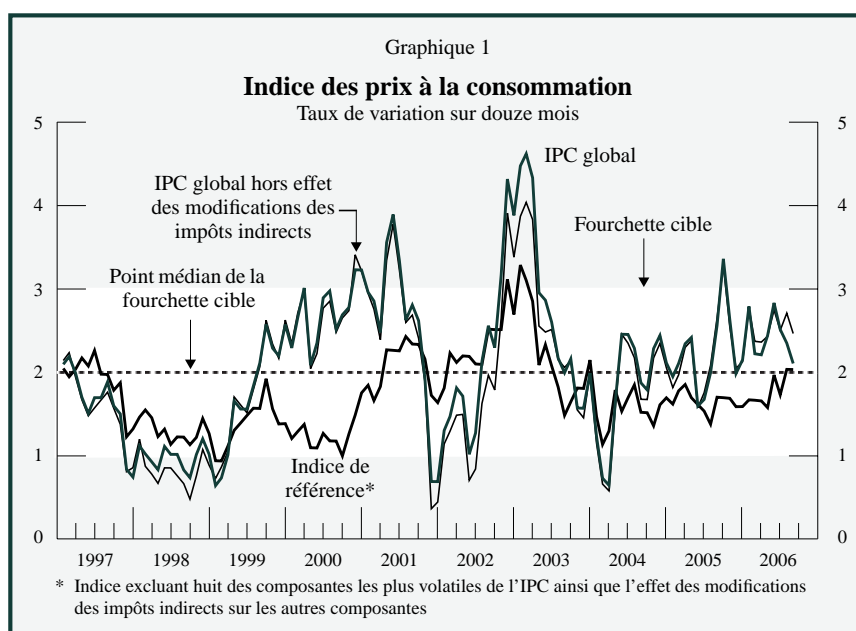
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août. Ce recul s'explique en grande partie par l'incidence sur les prix à la consommation de la réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006, ainsi que par la progression plus faible, en glissement annuel, des prix de détail de l'énergie. Si l'on exclut l'effet des variations des impôts indirects, la hausse de l'IPC global s'établissait à 2,6 % en août¹. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui par définition fait abstraction de telles variations, est montée à 2,0 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août, après avoir avoisiné 1,7 % au cours des quatre premiers mois de l'année².

L'inflation mesurée par l'IPC global a chuté, passant de 2,8 % en mai à 2,1 % en août...

L'inflation et la cible de 2 %

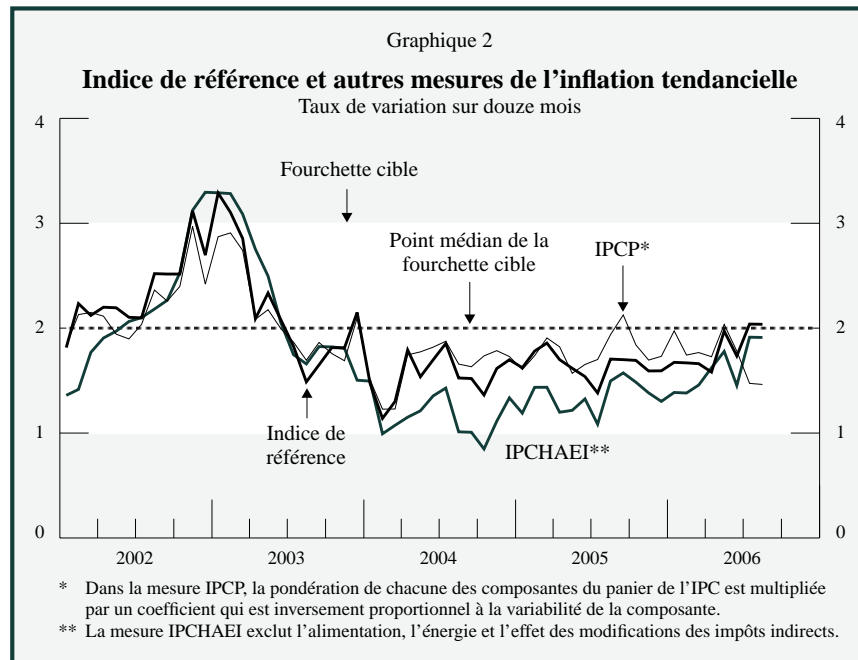
Bien que le taux d'augmentation de l'IPC global soit redescendu près de la cible de 2 % en août (Graphique 1), il dépassait

... taux qui était néanmoins un peu plus élevé que prévu.



1. On estime maintenant que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses d'autres impôts indirects ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % en juillet et en août 2006. L'incidence des variations des impôts indirects a donc été légèrement inférieure à ce qui avait été estimé antérieurement (0,6 %), surtout en raison des hausses des taxes d'accise fédérales sur les produits du tabac et les boissons alcoolisées.

2. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les 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.



légèrement le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le prix de l'essence a été en effet plus élevé qu'on ne s'y attendait. De même, les prix dans les secteurs du logement et des services ont progressé à un rythme un peu plus vif que prévu. Par exemple, la hausse du coût de remplacement par le propriétaire (une composante importante des frais de logement inclus dans l'indice de référence) s'est accentuée cette année dans la foulée de la majoration substantielle des prix des maisons neuves, surtout en Alberta. Le relèvement des prix des autres services s'est aussi accéléré quelque peu, en raison principalement d'une légère remontée des primes d'assurance automobile. Ces pressions ascendantes ont été contrebalancées en partie par le recul des prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations, attribuable à de nouvelles baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et à l'appréciation passée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est montée à 2 % en juillet et s'est maintenue à ce niveau en août.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 2,0 % en juillet — plus tôt qu'escompté — et est demeurée à ce niveau en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit se sont aussi généralement rapprochées de 2 % lorsque l'on exclut l'effet des modifications des impôts indirects (Graphique 2)³. Les hausses affichées par ces mesures concordent avec le point de vue de la Banque, selon lequel l'économie fonctionnait récemment à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

3. À noter qu'IPCP, l'une des mesures de l'inflation tendancielle illustrée dans le Graphique 2, englobe l'effet des modifications de la TPS et des autres impôts indirects.

Note technique 1

L'interprétation du comportement récent des exportations

Après avoir enregistré une croissance vigoureuse au deuxième semestre de 2005, les exportations de biens et de services canadiens ont baissé au premier semestre de cette année. Les équations macroéconomiques de la Banque pour les exportations n'arrivent pas à expliquer de façon satisfaisante ce recul. Celui-ci semble être davantage lié à des facteurs particuliers, notamment à l'évolution du secteur de l'automobile.

L'essor de l'économie américaine a été un facteur favorable aux exportations canadiennes au cours des dernières années, alors que l'appréciation du dollar canadien a plutôt eu un effet modérateur sur elles. Selon une estimation effectuée à l'aide d'un modèle à correction d'erreurs¹, l'incidence négative du taux de change aurait toutefois diminué quelque peu durant le premier semestre de 2006 et ne pourrait donc expliquer le ralentissement des exportations. En fait, on remarque que le modèle a sous-estimé la croissance dans la deuxième moitié de 2005 alors que l'inverse s'est produit plus récemment. Ainsi, une bonne partie du comportement récent des exportations paraît attribuable à des chocs non captés par le modèle.

Un examen de la composition sectorielle des exportations donne à penser que l'écart entre les données observées et les simulations du modèle tient surtout à l'évolution du secteur de l'automobile. Les exportations de ce secteur ont en effet connu une très forte croissance au deuxième semestre de 2005, de sorte que les exportations canadiennes de véhicules automobiles par rapport aux ventes américaines ont atteint un niveau exceptionnellement élevé en fin d'année. Au premier semestre de 2006, les exportations du secteur ont chuté, et leur rapport aux ventes américaines a commencé à retourner à des niveaux plus normaux. Deux autres facteurs ont contribué à la vigueur des exportations au second semestre de 2005, soit la réouverture de la frontière américaine aux bovins sur pied en provenance du Canada et la montée des exportations de bois d'œuvre en anticipation de l'effort de reconstruction post-Katrina. En contrepartie, au deuxième trimestre de 2006, les exportations de machines et de matériel ont accusé une baisse marquée qui n'a pas été anticipée par le modèle.

Pour le deuxième semestre de 2006, le modèle prévoit une croissance robuste des exportations. D'après ce dernier, l'effet modérateur du taux de change continuera de s'estomper, alors que l'impulsion provenant de l'expansion de la demande aux États-Unis diminuera quelque peu, en partie à cause du ralentissement de l'activité sur le marché du logement dans ce pays. Le scénario de référence décrit dans le présent rapport suppose cependant que les exportations croîtront à un taux inférieur à celui de 6 % prédit par le modèle, à cause essentiellement de la poursuite de l'ajustement dans le secteur de l'automobile.

Croissance effective et simulée des exportations			
(en taux annualisé)			
	05S2	06S1	06S2
Croissance effective des exportations	7,4	-2,5	n.d.
Croissance simulée	3,9	5,3	6,0
Apport de la demande américaine	6,7	6,6	4,6
Apport des prix relatifs	-4,5	-3,2	-1,1
Apport des autres facteurs	1,7	1,9	2,5

1. Ce modèle économétrique relie le taux de croissance des exportations à l'évolution des principales composantes de la demande américaine, à une mesure des prix relatifs et à une mesure de l'ouverture au commerce international. Il est à noter que la version actuelle du modèle diffère légèrement de celle présentée dans l'Encadré 1 de l'article « Les exportations, les importations et l'appréciation du dollar canadien », paru dans la livraison de l'automne 2005 de la *Revue de la Banque du Canada*, puisqu'elle inclut la construction résidentielle parmi les composantes de la demande américaine.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

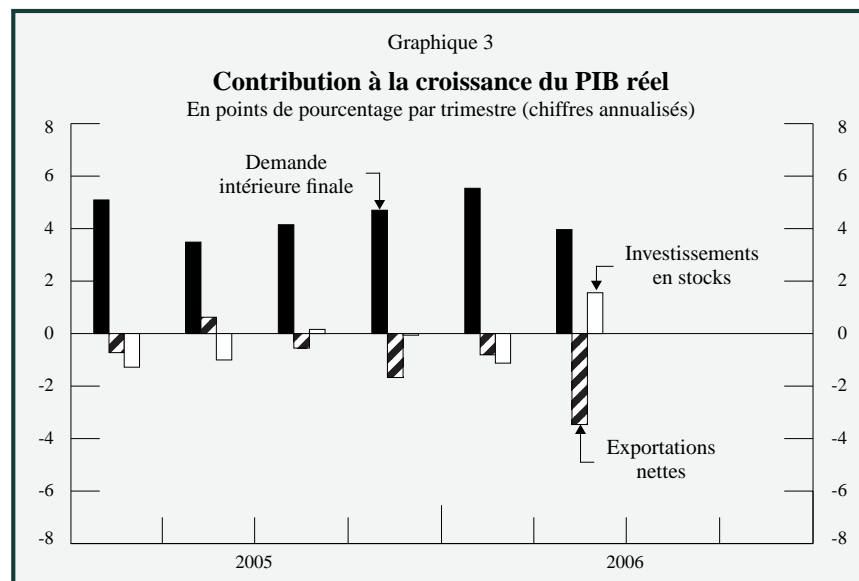
La demande globale

La croissance du PIB réel a été plus faible que prévu au deuxième trimestre.

La demande intérieure finale a enregistré de solides gains au premier semestre de 2006...

Le PIB réel du Canada, qui avait progressé de 3,6 % en chiffres annuels au premier trimestre de 2006, n'a augmenté que de 2,0 % au deuxième trimestre, soit moins que le taux de 3,2 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Selon les données dont nous disposons actuellement, il aurait crû d'environ 2 % au troisième trimestre de 2006, ce qui est également inférieur aux prévisions et traduirait le net ralentissement observé dans le rythme d'accumulation des stocks par les entreprises comparativement au deuxième trimestre.

La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB pendant les six premiers mois de 2006, tandis que les exportations nettes ont fléchi au cours de la même période (Graphique 3). Sous l'effet de la solide rentabilité globale et des pressions s'exerçant sur la capacité de production dans un certain nombre de secteurs, conjuguées aux réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'aux conditions de financement avantageuses qui leur étaient offertes, les entreprises ont fortement accru leurs dépenses d'investissement. À la faveur de nouvelles hausses substantielles du revenu disponible réel des particuliers et de l'avoir net des ménages (en réaction notamment au renchérissement appréciable des maisons), la progression de la dépense des ménages a également été très vigoureuse pendant la période, s'accélégrant par rapport au second semestre de 2005.



En dépit du dynamisme soutenu de l'économie mondiale, les exportations du Canada ont accusé un recul généralisé au premier semestre de 2006, un phénomène qui semble lié à plusieurs facteurs (Note technique 1). Les exportations de produits automobiles, exceptionnellement fortes vers la fin de 2005, sont redescendues à des niveaux plus proches de la normale. Celles de machines et de matériel ont aussi beaucoup baissé au deuxième trimestre de 2006. En outre, l'appréciation qu'a connue le huard ces quatre dernières années a continué de brider la demande d'exportations canadiennes. Toutefois, certains signes témoignent d'un redressement au troisième trimestre de 2006, ce qui laisse supposer qu'une partie de la faiblesse constatée pendant la première moitié de l'année était attribuable à des facteurs passagers. Sous l'impulsion de la progression ferme et soutenue de la demande intérieure finale, les importations ont continué de croître de façon marquée au premier semestre de 2006, bien qu'à une cadence plus lente qu'au second semestre de l'année dernière.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

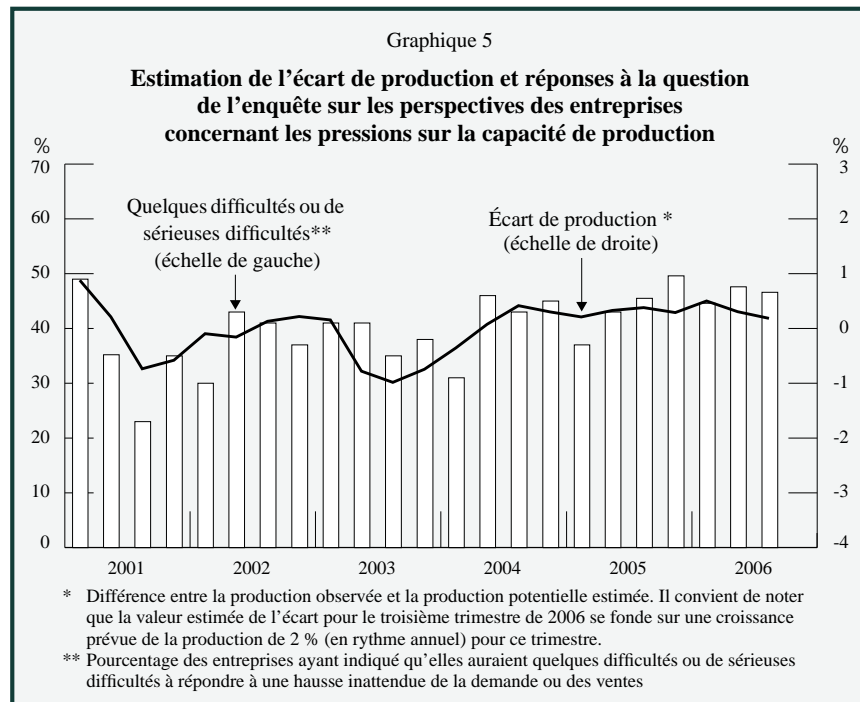
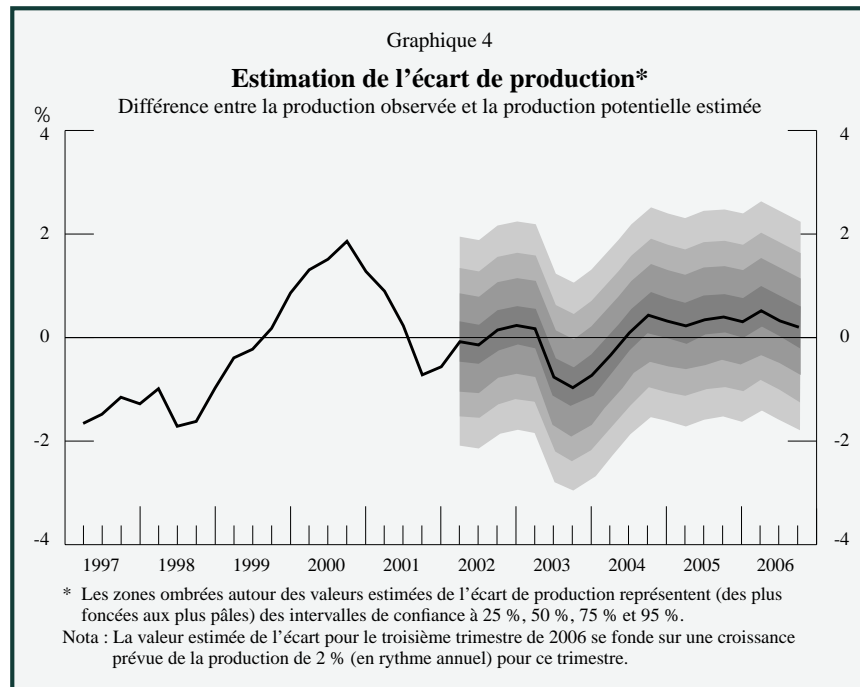
Malgré un certain tassement de la croissance ces derniers mois, la plupart des indicateurs des pressions sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournait à un niveau légèrement supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.

Pour la période écoulée depuis le début de 2005, l'estimation de la production potentielle selon la mesure dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport aux chiffres retenus dans la *Mise à jour* de juillet, en raison de la faiblesse observée de la croissance de la productivité du travail⁴. Parallèlement, le ralentissement de la croissance économique au deuxième trimestre de 2006 et le taux d'expansion projeté de 2 % pour le troisième trimestre (contre 3 % au moment de la *Mise à jour*) portent à croire que le niveau de l'activité pour ce trimestre a également été un peu inférieur à ce qu'on avait anticipé. Ces facteurs sont pris en compte dans la mesure économétrique de l'écart de production, qui indique que l'économie tournait à un rythme dépassant d'environ 0,2 % sa capacité de production au troisième trimestre de 2006 (Graphique 4). Certes, une grande incertitude entache cette estimation, mais l'existence d'une demande légèrement excédentaire concorde avec le tableau que brossent divers autres indicateurs de la capacité.

4. La progression annuelle de la production potentielle est désormais établie à 2,7 % en 2005 et à 2,8 % au premier semestre de 2006, comparativement aux taux de 2,8 et de 2,9 % que la Banque avançait respectivement, pour les mêmes périodes, dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail postulé pour la période de projection a aussi été revu à la baisse, comme on le verra plus loin.

... mais les exportations ont fléchi, malgré le dynamisme soutenu de l'économie mondiale.

Selon la plupart des indicateurs, la demande au sein de l'économie serait légèrement excédentaire.



D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, la proportion des firmes ayant signalé des difficultés à faire face à une poussée inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne (Graphique 5).

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait également état de pressions supérieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2006.

En septembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un haut niveau par rapport à ce qu'on a observé dans le passé, et le chômage est resté faible. Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté de nouveau au cours des derniers mois et cadrerait maintenant davantage avec les tensions se manifestant sur le marché du travail.

Malgré les pressions à la baisse soutenues sur les prix d'un grand nombre de biens durables et semi-durables faisant l'objet d'échanges internationaux, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée proche de 2 % depuis le mois de mai, ce qui semble conforter l'opinion selon laquelle l'économie fonctionnait à un niveau dépassant légèrement son potentiel.

Ces mesures dressent un portrait national, mais il est évident que les pressions sur la capacité de production demeurent plus aiguës dans les provinces de l'Ouest. La progression des prix des maisons s'est vivement accélérée en Alberta et à Vancouver alors même qu'elle ralentissait quelque peu dans certaines villes du centre du pays et des provinces de l'Atlantique. Les hausses salariales restent nettement plus élevées en Alberta que dans les autres provinces, une disparité qui reflète les différences entre les pressions s'exerçant sur les marchés du travail régionaux. Il ressort de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises que la situation n'a guère varié depuis l'enquête précédente, l'appareil de production demeurant soumis à des tensions beaucoup plus intenses dans les provinces de l'Ouest qu'ailleurs au pays.

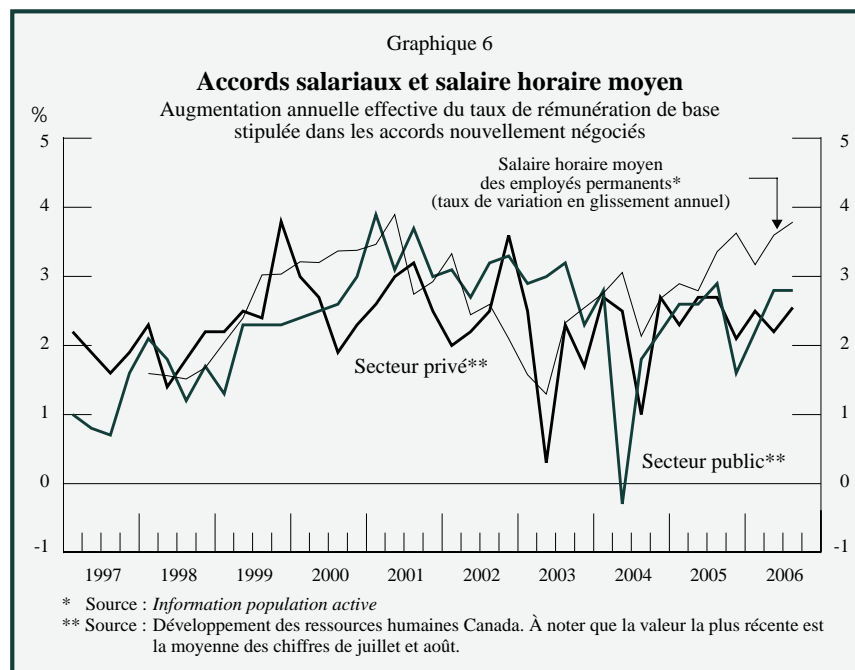
Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction estime que dans l'ensemble, au troisième trimestre de 2006, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel.

La rémunération et la productivité du travail

Le taux d'accroissement tendanciel des salaires a poursuivi son ascension ces derniers mois et, comme il a déjà été mentionné, il va maintenant davantage de pair avec le tableau que les autres indicateurs brossent des tensions qui caractérisent les marchés du travail. Cette évaluation s'appuie sur la variation en glissement annuel du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada. Selon cette mesure, qui constitue un bon indicateur de la variation sous-jacente des salaires, leur rythme d'augmentation global se serait hissé entre 3 1/2 et 4 % (Graphique 6). Un autre indicateur de l'évolution de la rémunération — la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de

L'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son potentiel au troisième trimestre de 2006.

Le rythme d'augmentation des salaires s'est hissé entre 3 1/2 et 4 % au cours des derniers mois.



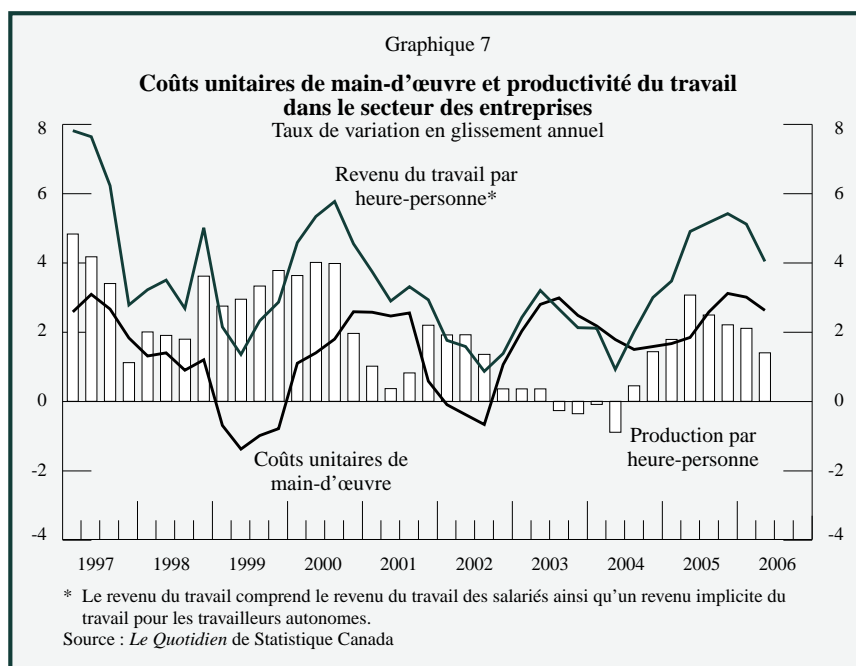
Statistique Canada (laquelle avait été gonflée, antérieurement, par des paiements ponctuels exceptionnels) — située également à environ 4 % sur un an la hausse des salaires au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 7).

La productivité du travail a crû en moyenne à un rythme inférieur au taux tendanciel de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque...

La croissance de la productivité dans le secteur des entreprises s'est établie à 1,0 % en moyenne au cours des trois dernières années et demie. Après être restée quasi inchangée en 2003 et en 2004, elle a fait un bond en 2005, pour se chiffrer à 2,4 %⁵. Cet élan semble toutefois être retombé au premier semestre de 2006. Comme la productivité n'a pas enregistré de période soutenue d'expansion supérieure à 2 % pour contrebalancer sa quasi-stagnation des années 2003 et 2004, le taux d'accroissement tendanciel de 1 3/4 % que la Banque avait retenu pour hypothèse antérieurement paraît désormais surestimé.

Bien que ce taux soit difficile à évaluer, il reste que le rythme de croissance modeste que connaît la productivité depuis quelques années cadre avec le scénario d'une économie subissant d'importantes transformations structurelles pour s'adapter aux fortes variations des cours des produits de base, à l'appréciation marquée du dollar canadien et à l'arrivée de nouveaux concurrents en provenance des pays à marché émergent d'Asie. Comme il en a été question dans de précédentes livraisons du *Rapport*, l'ajustement

5. Statistique Canada avait d'abord estimé à 1,5 % en glissement annuel le gain de productivité réalisé au quatrième trimestre de 2005. Cette estimation a toutefois été révisée à la hausse et portée à 2,2 %, principalement en raison de corrections apportées au nombre d'heures travaillées en 2005.



qui doit s'opérer exige une réaffectation du capital et de la main-d'œuvre vers la production des matières premières dont les cours sont sensiblement plus élevés ainsi que vers celle de biens et de services non échangeables⁶. Durant la période d'adaptation, on peut s'attendre à ce que le capital et la main-d'œuvre soient moins productifs. Les mouvements observés dans la tendance de la productivité donnent à penser que l'ajustement requis est en cours et que son incidence sur la progression de cette dernière pourrait être plus prononcée et plus durable qu'on ne l'avait d'abord escompté. À la lumière de cette évolution, il semble qu'un taux d'accroissement tendanciel de la productivité avoisinant 1 1/2 % pour les deux prochaines années constitue une hypothèse plus juste. En supposant que la hausse tendancielle du facteur travail se maintienne à 1 1/4 % approximativement, la croissance de la production potentielle serait d'environ 2,8 %.

Si l'on tient compte des modestes gains de productivité observés, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au deuxième trimestre de 2006 a été de 2,6 % en glissement annuel. La croissance récente des salaires s'établissant entre 3,5 et 4 % et le rythme tendanciel de progression de la productivité étant maintenant supposé égal à environ 1 1/2 %, le taux d'accroissement sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre est plus élevé, mais il semble encore se situer autour de 2 %.

... ce qui a incité cette dernière à ramener à 1 1/2 % le taux d'accroissement tendanciel postulé.

6. Voir la Note technique 1 du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2005 et la Note technique 2 de la livraison d'octobre 2005.

Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

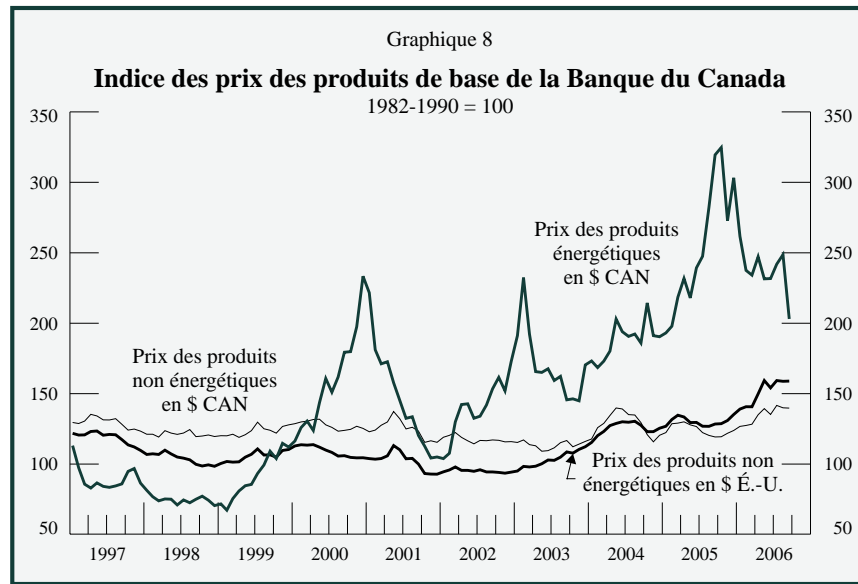
Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes, dans l'ensemble, depuis le début de juillet...

... tandis que les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont repliés.

Les prix des produits de base non énergétiques sont demeurés fermes depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 8). Les métaux ont renchéri encore un peu, à la suite d'un raffermissement de la demande mondiale et de nouvelles perturbations de la production. Les prix du bois d'œuvre ont pour leur part été tirés à la baisse par le repli du marché du logement aux États-Unis.

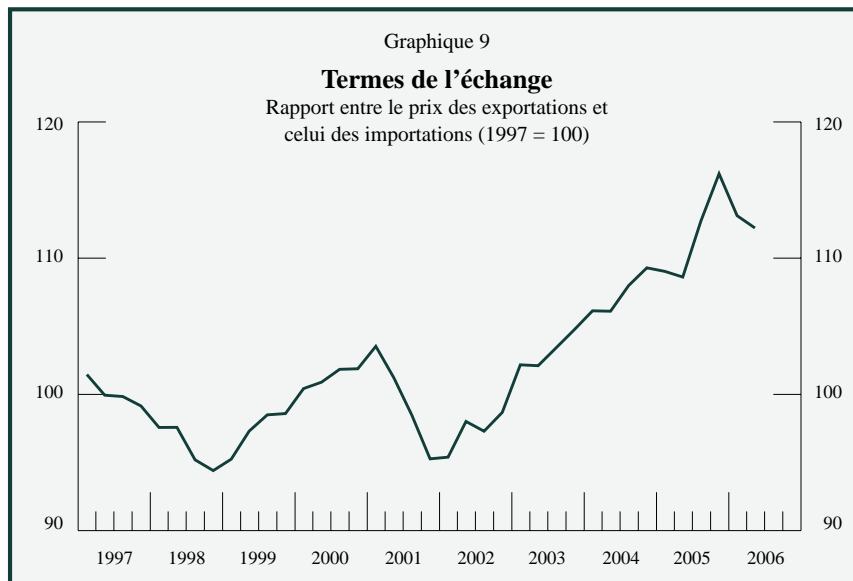
Le cours du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à 74 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est établi en moyenne à 59 dollars É.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 13 octobre 2006. Cette diminution semble témoigner du fait que le marché s'inquiète moins des risques d'approvisionnement et s'attend à un certain relâchement de la demande de pétrole à l'échelle mondiale (imputable à la cherté persistante de l'or noir). Ces dernières semaines, les cours du gaz naturel ont aussi quelque peu fléchi par rapport à ce qu'ils étaient au début de juillet à la faveur du niveau relativement élevé des stocks, la demande liée à la climatisation ayant été inférieure aux prévisions à la fin de l'été.

Par suite du recul marqué qu'ont connu les cours du gaz naturel depuis la fin de 2005, les termes de l'échange du Canada se sont détériorés au premier semestre de 2006 (Graphique 9). Résultat, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 4,1 % au quatrième trimestre de 2005 à 2,8 % au deuxième trimestre de 2006 (Graphique 10).

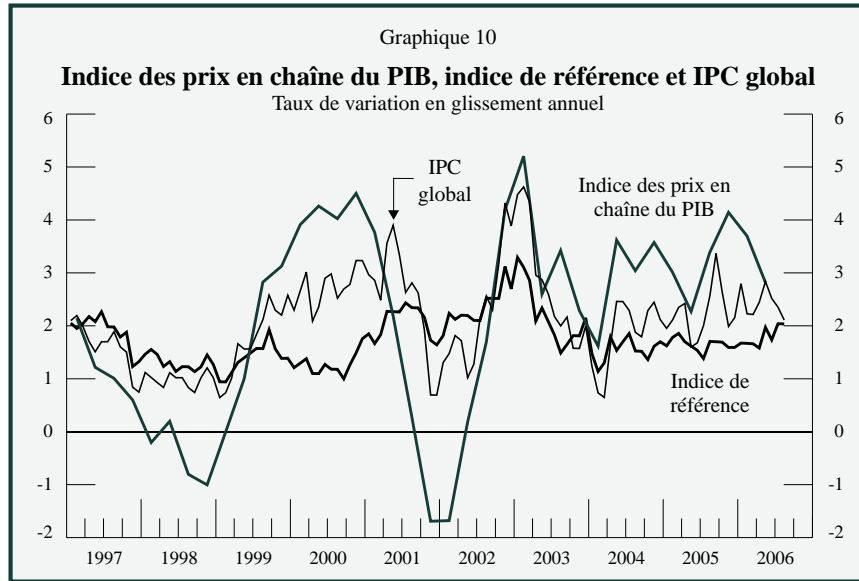


Par conséquent, la progression du PIB nominal en glissement annuel s'est ralentie au cours de cette période, mais elle s'est quand même chiffrée à quelque 5,7 % pour l'année qui s'est terminée au deuxième trimestre de 2006. L'augmentation du revenu réel (définie comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonfleur de la demande intérieure finale) supérieure à la moyenne qui en a découlé a continué de soutenir la forte poussée de la demande intérieure finale⁷.

Le repli récent des cours du pétrole brut et du gaz naturel se traduira probablement par une nouvelle réduction des termes de l'échange du Canada d'ici la fin de 2006, et donc par un tassement de l'expansion du PIB nominal. On peut ainsi s'attendre à ce que la progression moins rapide du revenu nominal pèse sur la croissance des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques.



7. Duguay (2006) analyse de façon plus détaillée le rôle important des fluctuations des termes de l'échange dans l'évolution des revenus réels au Canada.



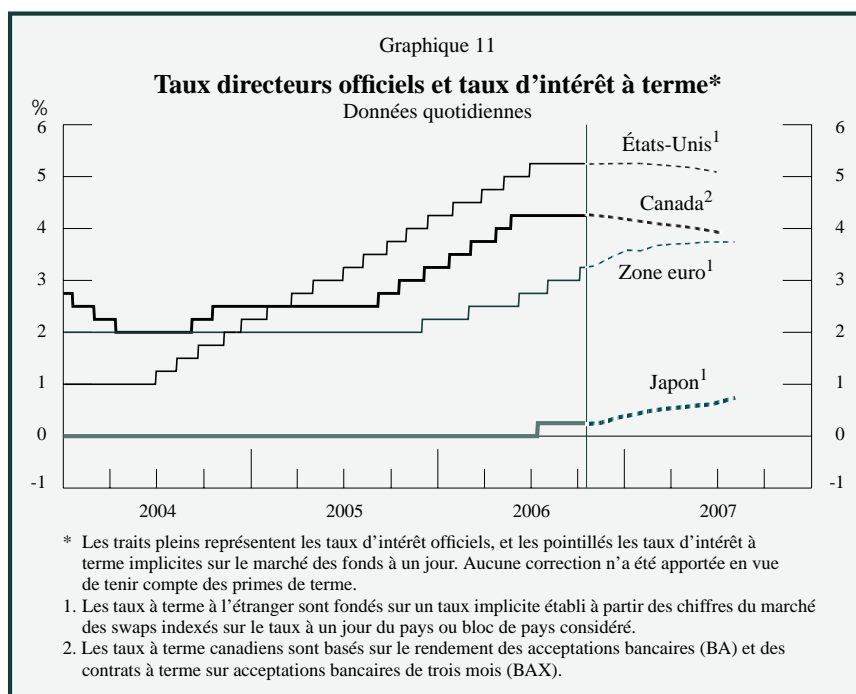
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les taux d'intérêt et les taux de change

Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, la montée des taux directeurs s'est poursuivie dans un certain nombre de pays industrialisés à l'extérieur du continent nord-américain. Les banques centrales de l'Union européenne, de l'Angleterre et de l'Australie ont haussé leurs taux directeurs respectifs, et les marchés financiers prévoient de nouveaux resserrements de la politique monétaire en 2006 et au début de 2007 (Graphique 11). Maintenant que le rythme de croissance de l'économie nipponne semble soutenable, la Banque du Japon a aussi relevé son taux, mettant ainsi fin à sa « politique de maintien à zéro des taux d'intérêt ». Pour leur part, le Canada et les États-Unis ont récemment laissé leurs taux directeurs inchangés, après les avoir majorés plusieurs fois de suite. Les taux d'intérêt à court terme reflètent les attentes selon lesquelles les taux directeurs dans ces deux pays demeureront à leur niveau actuel pour le reste de 2006, mais reculeront quelque peu en 2007.

La montée des taux directeurs s'est poursuivie dans les pays industrialisés à l'extérieur du continent nord-américain...

... alors qu'au Canada et aux États-Unis, ces taux sont restés inchangés récemment.



Même si les craintes d'une intensification de l'inflation étaient plus vives sur les marchés au moment de la publication de la *Mise à jour*, les attentes d'inflation dans les grands pays industrialisés se sont modérées depuis, ce qui est attribuable en partie au repli récent des cours de l'énergie et à l'assombrissement des perspectives

Note technique 2

Le nouvel indice de taux de change du dollar canadien¹

La Banque du Canada a créé un nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien pour remplacer l'indice C-6 qu'elle utilisait jusqu'ici². Le nouvel indice reflète mieux le profil du commerce extérieur du Canada, notamment l'importance accrue de la Chine et du Mexique.

L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, possède un atout majeur : ses pondérations sont établies sur la base du commerce multilatéral, alors que celles de l'indice C-6 l'étaient sur la base des échanges bilatéraux. Les pondérations de type multilatéral permettent de bien cerner les effets de la concurrence qui s'exerce sur les marchés tiers; jumelées à l'information tirée des chiffres du commerce bilatéral, elles donnent une meilleure idée du poids d'un pays donné dans les échanges extérieurs du Canada. Les pondérations ayant trait aux exportations vers les pays tiers rendent compte de la concurrence que se livrent deux pays (le pays de référence et le pays étranger) sur tous les autres marchés. Elles sont calculées en multipliant la part du pays étranger dans l'offre totale sur chacun des marchés tiers par l'importance relative de ce marché dans les exportations du pays de référence.

L'indice TCEC repose aussi sur une mesure plus large des échanges, laquelle englobe les services, et il ne se limite pas aux pays industrialisés. Par ailleurs, la Banque a profité de l'adoption du nouvel indice pour fonder les pondérations sur des données plus récentes.

Il a été décidé d'inclure dans le nouvel indice les monnaies des pays ayant une pondération d'au moins 2 % d'après les chiffres du commerce international au cours de la période de 1999 à 2001. Outre la zone euro, 5 des 184 pays examinés satisfont à ce critère. Ces six entités comptent pour 86 % du commerce extérieur du Canada selon les données couvrant la période 1999-2001. Les pondérations des monnaies comprises dans l'indice TCEC sont présentées au tableau ci-dessous.

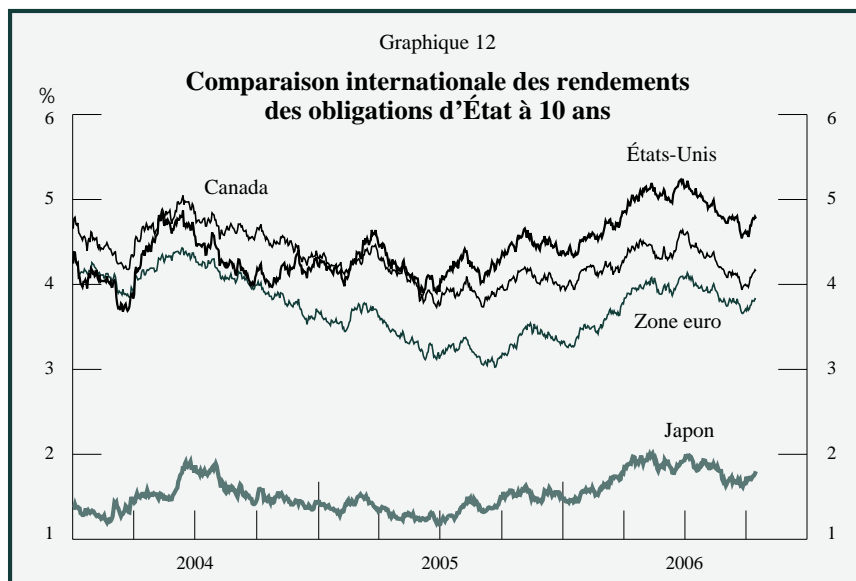
Pondérations des monnaies dans l'indice TCEC et l'indice C-6			
Monnaie	Pondérations de l'indice TCEC pour la période écoulée depuis 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1999-2001)	Pondérations de l'indice TCEC pour la période antérieure à 1996 (d'après les chiffres du commerce multilatéral pour 1989-1991)	Pondérations de l'indice C-6 (d'après les chiffres du commerce bilatéral pour 1994-1996)
Dollar É.-U.	0,7618	0,5886	0,8584
Euro	0,0931	0,1943	0,0594
Yen japonais	0,0527	0,1279	0,0527
Yuan chinois	0,0329	-	-
Peso mexicain	0,0324	0,0217	-
Livre sterling	0,0271	0,0368	0,0217
Won sud-coréen	-	0,0307	-
Franc suisse	-	-	0,0043
Couronne suédoise	-	-	0,0035

1. Un article décrivant plus en détail le nouvel indice vient d'être publié dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/taux/ceri-f.html. Il sera aussi reproduit dans la livraison d'automne de la *Revue de la Banque du Canada*, qui paraîtra sous peu.

2. Consulter la définition de l'indice C-6 à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/taux/mci2-f.html. L'indice C-6 cessera d'être utilisé à la fin de 2006.

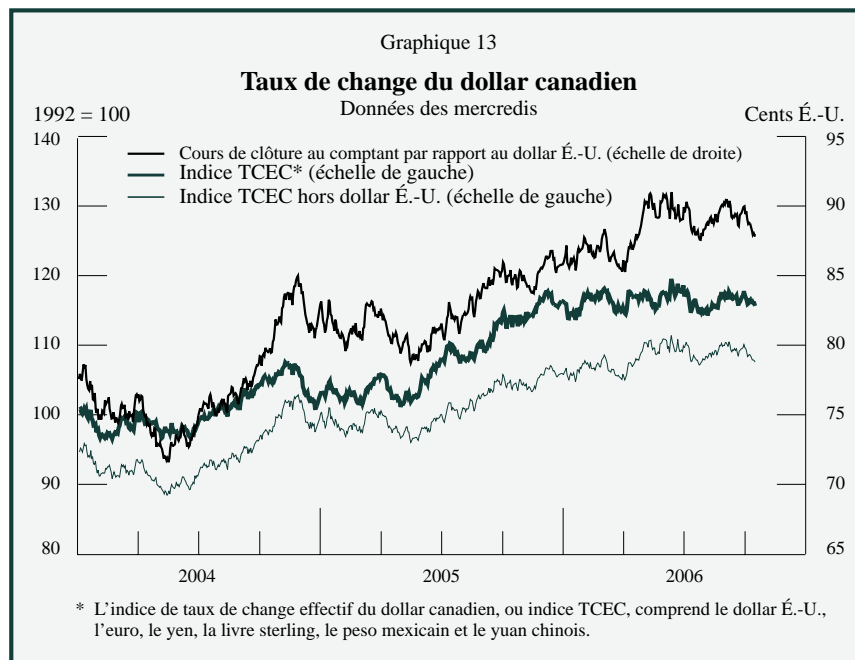
de croissance de l'économie américaine. Une telle évolution a contribué à faire baisser les rendements des obligations d'État à long terme des grands pays industrialisés depuis le milieu de l'année (Graphique 12).

Les rendements des obligations d'États à long terme ont baissé.



Les marchés des changes ont été relativement stables depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet, de nombreuses devises s'échangeant dans des fourchettes plutôt étroites. Durant cette période, le cours du dollar canadien a évolué en général entre 87,5 et 90,5 cents É.-U., alors que la fourchette observée durant la période de mai à la mi-juillet, sur laquelle se fondait la projection présentée dans la *Mise à jour*, allait de 88,5 à 91,5 cents É.-U. L'incidence du recul des prix de l'énergie sur le dollar canadien depuis juillet semble avoir été compensée en partie par une augmentation des flux de devises dans la foulée des fusions et acquisitions transfrontières touchant des entreprises au Canada. Depuis la fin de 2005, le huard a également varié dans une fourchette plutôt stable par rapport aux devises des autres grands partenaires commerciaux du Canada (Graphique 13 et Note technique 2).

Le dollar canadien a évolué dans une fourchette un peu moins élevée que celle postulée dans la *Mise à jour* de juillet.



Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les conditions du crédit aux entreprises sont encore très favorables...

Les sociétés non financières bénéficient encore de très bonnes conditions d'accès au crédit, celui-ci étant offert à un coût comparable à celui observé au moment de la parution du *Rapport* d'avril, voire plus favorable dans le cas du financement par émission de titres. Même si les liquidités élevées des entreprises atténuent les besoins de financement de ces dernières, le crédit qui leur est consenti continue de progresser à un rythme supérieur à la moyenne historique, en raison d'une hausse marquée de leurs dépenses d'investissement.

... en raison des bilans solides des entreprises financières et non financières.

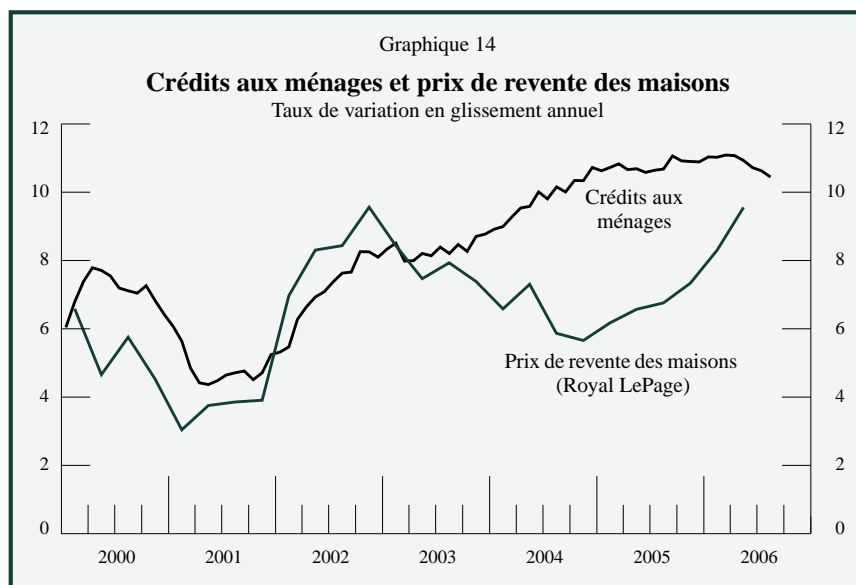
Ces conditions de crédit avantageuses sont alimentées par les bénéfices supérieurs à la moyenne et les bilans généralement solides des entreprises non financières. Au chapitre de la rentabilité toutefois, les écarts se creusent entre les divers secteurs, les industries d'exploitation des ressources naturelles et celles tournées vers les marchés intérieurs affichant de meilleurs résultats que les secteurs non axés sur les matières premières, tributaires du commerce extérieur.

Les institutions financières sont toujours en bonne posture pour prêter, grâce à leur forte rentabilité, à leur bonne santé financière et au faible niveau de prêts douteux. De plus, les marchés financiers continuent de manifester un vif intérêt pour les titres émis par les sociétés canadiennes. Comme les perspectives économiques du pays sont de bon augure pour la rentabilité du secteur

des entreprises, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement le financement dont elles ont besoin pour maintenir d'importants investissements.

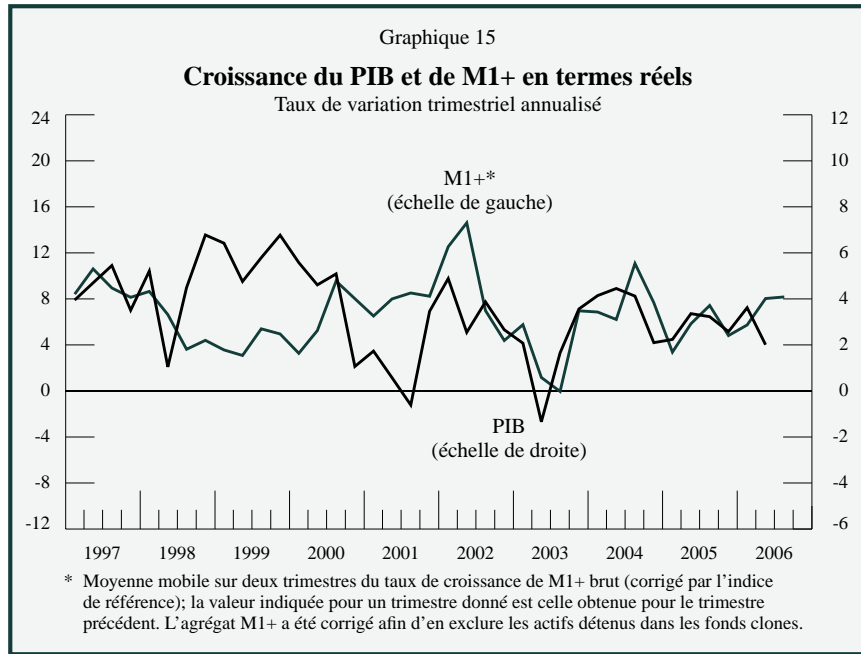
Les conditions financières continuent également de soutenir la vigueur des dépenses des ménages. L'augmentation des prix des maisons et des prêts personnels se situe toujours bien au-dessus des moyennes observées par le passé (Graphique 14). Les ménages peuvent ainsi financer leurs dépenses de consommation au moyen de prêts garantis par la valeur nette de leur propriété. Ce phénomène est plus prononcé dans l'Ouest du Canada, où les prix des maisons ont grimpé considérablement ces deux dernières années. Malgré la croissance rapide du crédit, le service de la dette des ménages est encore modeste, puisque les taux des prêts hypothécaires et des prêts à la consommation restent à des niveaux historiquement bas⁸. Pareilles conditions continuent de laisser présager une progression robuste des dépenses des ménages.

Grâce à la vive augmentation des prix des maisons, les ménages peuvent continuer de financer leurs dépenses au moyen d'emprunts garantis.



Depuis la parution du *Rapport* d'avril, l'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit (M1+) est demeurée stable, stimulée par la vigueur soutenue des dépôts autres que ceux des particuliers découlant de l'accroissement des encaisses des entreprises. Ce profil d'expansion donne à penser que la production croîtra à court terme à un rythme légèrement inférieur à celui de la capacité de production (Graphique 15).

8. La Banque a commencé à examiner la distribution des ratios du service de la dette des ménages. Sur le plan macroéconomique, cette distribution ne s'est guère modifiée depuis six ans. Tout particulièrement, la proportion des ménages dont le service de la dette est élevé n'a pas augmenté de façon importante. Un article de la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier* abordera ce sujet sous l'angle de la stabilité financière.



4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence de la Banque concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière lente et ordonnée, à la faveur de politiques propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et d'une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. 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. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

La croissance robuste de l'économie mondiale, qui se poursuit depuis quatre ans, ne devrait s'affaiblir que légèrement au cours des deux prochaines années. On s'attend, dans l'ensemble, à ce que le PIB mondial réel progresse vigoureusement, soit de 5,1 % en 2006, de 4,7 % en 2007 et de 4,5 % en 2008 (Tableau 1). L'expansion de l'activité économique a été particulièrement vive dans les pays à marché émergent; nombre de ceux-ci ont profité des hausses antérieures de leurs recettes d'exportation, attribuables aux cours élevés des produits de base, et bénéficient de l'essor continu de la demande intérieure. La croissance de l'économie américaine, l'un des moteurs de la demande mondiale depuis quelques années, s'est modérée. Le ralentissement graduel de l'économie mondiale entrevu tout au long de la période de projection est lié à l'accentuation des contraintes de capacité et au resserrement de la politique monétaire que les grands pays industriels ont opéré.

Les pays d'Asie (à l'exclusion du Japon) enregistrent toujours une solide expansion, et le dynamisme de l'activité en Chine continue de dopper les taux de croissance à l'échelle régionale. Les perspectives concernant la hausse du PIB réel en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie restent très favorables, et seul un léger ralentissement est à prévoir au cours des deux prochaines années. Au Japon, le vif essor des investissements et, dans une moindre mesure, des dépenses de consommation devrait soutenir l'activité économique durant les prochaines années, au cours de ce qui s'annonce comme une période prolongée d'assainissement des finances publiques. Dans les pays de la zone euro, la croissance de la production se poursuit, mais son rythme sera limité par le faible taux d'expansion des capacités de production.

L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux...

... mais la croissance s'est modérée aux États-Unis.

L'expansion du PIB dépasse encore les attentes en Chine.

Tableau 1					
Projection relative à la croissance mondiale					
	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique ^b			
		2005	Projection		
			2006	2007	2008
États-Unis	20	3,2 [0,64]	3,3 [0,66]	2,6 [0,52]	3,2 [0,64]
Union européenne	19	1,6 [0,29]	2,5 [0,46]	2,0 [0,37]	2,0 [0,38]
Japon	6	2,6 [0,17]	2,7 [0,17]	2,0 [0,13]	2,0 [0,13]
Chine et ENI ^c d'Asie	19	9,2 [1,72]	9,5 [1,77]	8,6 [1,61]	7,9 [1,47]
Autres pays	36	5,7 [2,06]	5,7 [2,07]	5,7 [2,06]	5,3 [1,92]
Ensemble du monde	100	4,9	5,1	4,7	4,5

- a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2005. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006
- b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
- Source : Banque du Canada

Le ralentissement de la croissance à court terme aux États-Unis...

Aux États-Unis, le PIB réel devrait progresser de 3,3 % en 2006, soit un peu moins rapidement qu'on ne l'avait anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. Ces derniers mois, l'activité a décéléré de façon marquée dans le secteur du logement, et le secteur de l'automobile a donné des signes de faiblesse. Le ralentissement observé au deuxième trimestre devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2006, et le taux d'augmentation du PIB se situera probablement dans une fourchette de 2 à 2 1/2 % en rythme annuel, soit en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle, actuellement estimé à environ 3 %⁹.

... devrait réduire les pressions inflationnistes dans ce pays.

Selon le scénario de référence, le taux de croissance du PIB réel des États-Unis restera inférieur à celui de la production potentielle en 2007, puis le dépassera tout au long de 2008. Ce scénario implique qu'une offre légèrement excédentaire s'accumulera dans ce pays, avant d'être graduellement absorbée en 2008. La présence

9. Les révisions apportées aux données relatives à l'économie américaine pour la période allant du premier trimestre de 2003 au premier trimestre de 2006 indiquent que la croissance du PIB réel, durant cet intervalle, a été inférieure aux chiffres avancés précédemment. Comme les révisions à la baisse résultent pour une bonne part de la progression moins rapide des investissements, notre scénario de référence table maintenant sur un degré moindre d'intensification du capital, et donc sur un taux d'augmentation du potentiel de production aux États-Unis plus faible qu'on ne l'avait estimé antérieurement.

d'un excès d'offre aux États-Unis devrait faire diminuer progressivement l'inflation tendancielle.

On s'attend à ce que le rythme d'expansion de la demande intérieure continue de ralentir l'an prochain aux États-Unis, en raison principalement d'un recul des dépenses des ménages en biens sensibles aux variations des taux d'intérêt, tels les logements, les véhicules automobiles et d'autres biens durables. Parallèlement, le faible coût du financement des entreprises et la forte progression des profits de ces dernières devraient soutenir encore l'investissement. Le raffermissement projeté de la croissance du PIB en 2008 est imputable essentiellement à deux facteurs. Premièrement, les secteurs du logement et de l'automobile devraient cesser de freiner la croissance. Deuxièmement, à la suite d'une nouvelle dépréciation d'environ 7 % du billet vert en termes effectifs réels au cours de la période de projection et d'une hausse des investissements dans le monde qui fera augmenter la demande de biens d'équipement fabriqués aux États-Unis, la croissance des exportations américaines devrait s'accélérer, et favoriser ainsi la réduction graduelle du déficit de la balance courante de ce pays.

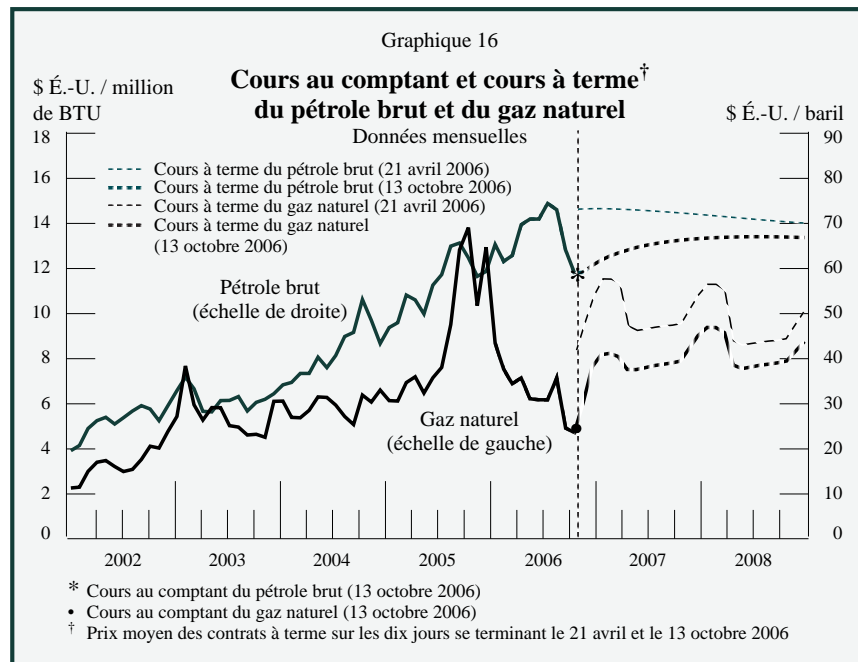
Plus généralement, comme la demande intérieure devrait progresser plus lentement aux États-Unis mais plus rapidement dans le reste du monde, on s'attend à ce que la demande soit mieux équilibrée à l'échelle du globe. Selon le scénario de référence, ce déplacement de la croissance de la demande sera facilité par la dépréciation que le taux de change effectif réel du dollar américain devrait connaître face surtout aux monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole qui n'avaient pas enregistré de forte appréciation entre 2002 et 2004. Une telle évolution cadre avec une résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux.

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont inférieurs à ceux envisagés dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Dans le cas du pétrole brut, cela implique que le prix du baril passerait de son niveau actuel d'un peu moins de 60 dollars É.-U. à 65 dollars É.-U. d'ici le milieu de 2007, puis monterait graduellement pour atteindre 67 dollars É.-U. en 2008.

L'expansion devrait se raffermir aux États-Unis en 2008.

Des signes témoignent d'un déplacement de la demande mondiale.

Les cours à terme des produits énergétiques sont nettement inférieurs à ce qu'ils étaient en juillet.



Les prix des métaux communs devraient demeurer relativement élevés.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier, pendant la période considérée, par rapport aux hauts niveaux observés au troisième trimestre de 2006. Ce recul projeté tient en partie au fait que les cours des métaux descendront vraisemblablement à mesure que s'accroîtront les capacités mondiales de production. Il est probable que les prix du bois d'œuvre resteront faibles, compte tenu de l'atonie de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Mais comme la demande de matières premières devrait demeurer relativement vigoureuse à la faveur de l'expansion robuste de l'économie mondiale, on s'attend à ce que, dans l'ensemble, les cours des produits de base non énergétiques restent élevés en regard des niveaux enregistrés dans le passé.

La demande et l'offre globales au Canada

Au Canada, la progression de la demande intérieure finale devrait contribuer encore de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2006 ainsi qu'en 2007 et en 2008.

Les dépenses de consommation devraient progresser à un rythme robuste pendant la période considérée, à la faveur de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'augmentation de l'avoir net des ménages. Les investissements dans le secteur du logement devraient reculer quelque peu en 2007 et 2008, après avoir grimpé encore sensiblement en 2006.

On estime que les investissements des entreprises s'accroîtront vigoureusement. Les facteurs qui laissent entrevoir une expansion robuste de l'activité sont notamment les contraintes de capacité actuelles, la poursuite attendue de la croissance de l'économie mondiale, des signes indiquant que les cours de l'énergie et des métaux demeureront relativement élevés pendant un certain temps, le maintien de conditions financières favorables, la forte rentabilité globale des entreprises, la très grande solidité des bilans, ainsi que les diminutions supplémentaires des prix des machines et du matériel importés.

Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés durant la période de projection. Le rythme d'augmentation des recettes devrait marquer le pas, ce qui cadre avec le tassement de la croissance du PIB nominal. Les excédents importants qui ont été observés récemment donneraient à penser que la hausse prévue des dépenses de tous les ordres de gouvernement sera supérieure à celle de leurs recettes pendant quelque temps.

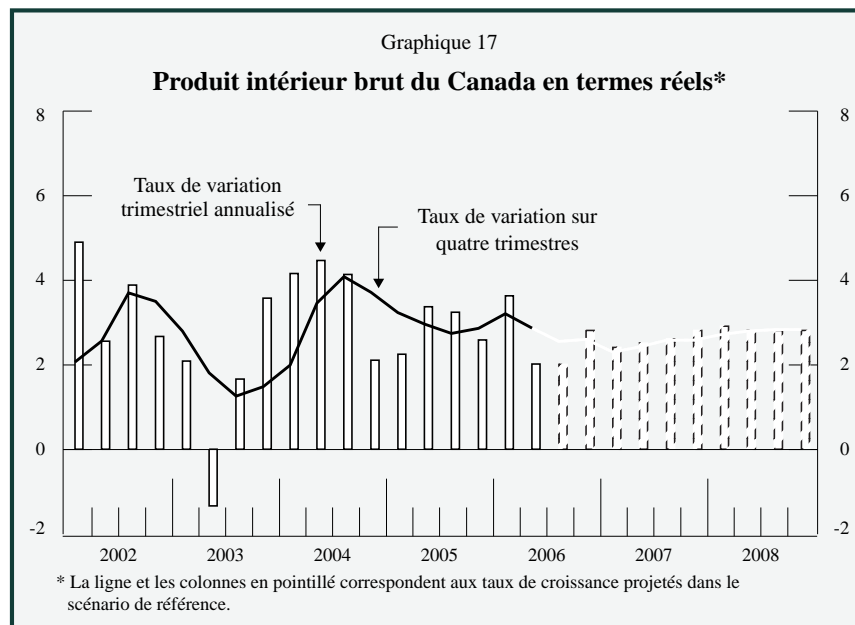
Compte tenu du ralentissement anticipé de la progression de la demande intérieure aux États-Unis en 2007 et des effets retardés de l'appréciation passée du dollar canadien, on estime que l'expansion des exportations sera faible au cours de la période considérée. Parallèlement, les augmentations substantielles continues des investissements en machines et en matériel, conjuguées aux répercussions soutenues de la montée passée du dollar canadien, devraient contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident considérablement la croissance globale en 2006 et 2007, bien que cet effet devrait s'atténuer à l'horizon projeté.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2006, à 2,5 % en 2007 et à 2,8 % en 2008 (Tableau 2 et Graphique 17). Les perspectives pour 2006 et 2007 sont moins favorables que celles présentées dans la *Mise à jour* de juillet, et ce,

La progression de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada.

Les exportations nettes devraient brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.

Selon les projections, le PIB du Canada croîtra à un rythme de 2,8 % en 2006, de 2,5 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.



en raison de deux principaux facteurs. Premièrement, la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine a entraîné une révision à la baisse des projections relatives aux exportations nettes et, dans une moindre mesure, des investissements. Deuxièmement, comme les chiffres de la tendance récente de la productivité du travail ont été plus faibles qu'escompté (ainsi qu'on l'indique à la section 2 du présent rapport), le taux de croissance de la capacité de production prévu pour la période de 2006 à 2008 a été revu à la baisse et s'établit maintenant à 2,8 %.

Ce profil de croissance du PIB tend à indiquer 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. Dans ce scénario de référence, ce sont la décélération à court terme et le redressement ultérieur de l'activité aux États-Unis qui, conjugués aux effets retardés des mouvements passés des taux d'intérêt et du taux de change, rétablissent et maintiennent l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada. Dans cette projection, le taux directeur actuel se trouve donc à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

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

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

Les perspectives en matière d'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille sont demeurées très stables depuis la publication du *Rapport* d'avril, et les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme continuent d'avoisiner 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, 78 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Ce chiffre est quasiment le même que celui obtenu lors des trois enquêtes précédentes. En outre, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit juste en dessous de 2 %, et les taux prévus à long terme restent très proches de 2 %.

La croissance de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est accélérée pour s'établir à environ 7 % (Graphique 18); ce rythme, s'il se poursuivait, cadrerait avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence aux alentours de 2 % au cours de la prochaine année.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation sont demeurées stables ces six derniers mois.

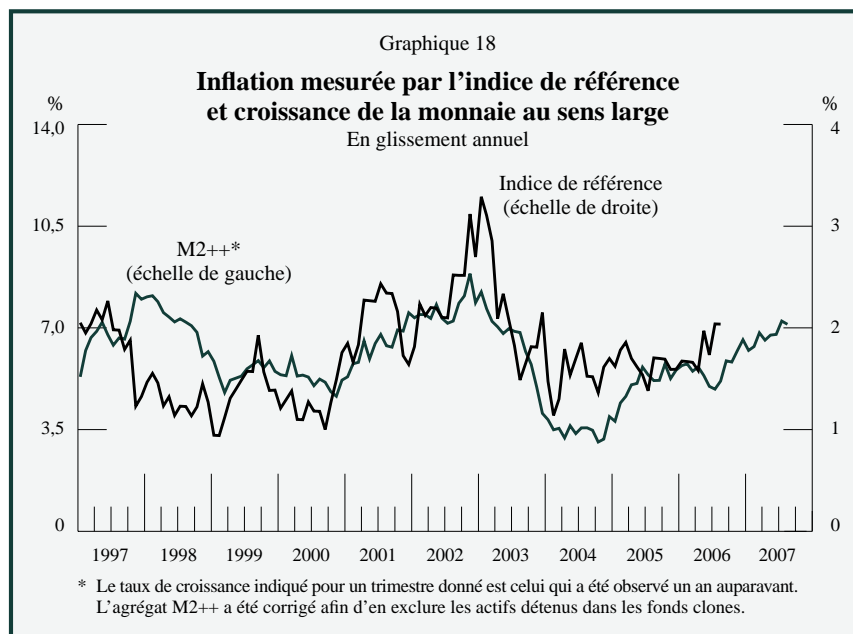


Tableau 3
Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2006			2007		2008
	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux (ou taux moyen) de croissance trimestriel annualisé)**	2,0 (3,2)	2,0 (3,0)	2,8 (3,0)	2,5 (2,8)	2,7 (2,7)	2,8 (2,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,9 (3,2)	2,5 (3,1)	2,6 (3,2)	2,4 (2,9)	2,6 (2,8)	2,8 (2,8)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (2,0)	2,2 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,7)	1,7 (1,5)	1,5 (1,8)	1,4 (1,6)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modi- fications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,7)	2,2 (2,1)	2,0 (2,4)	1,9 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI*** (niveau)	71 (71)	71 (73)	60 (75)	64 (76)	66 (75)	67 (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.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par la diminution de la TPS, qui est passée de 7 à 6 % le 1^{er} juillet 2006, et par le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel (Graphique 16). Les indicateurs disponibles donnent à penser que l'inflation mesurée par l'IPC global est descendue au-dessous de 1 % en septembre 2006, en raison, d'une part, du récent repli des prix du pétrole brut et de l'essence et, d'autre part, de l'annulation des effets temporaires de l'escalade des cours de l'énergie qui avait fait suite au passage d'ouragans en septembre 2005. Le scénario de référence de la Banque suppose que l'évolution des prix du pétrole brut et du gaz naturel suivra celle des contrats à terme, dont les cours sont actuellement inférieurs à ceux présentés dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, on s'attend maintenant à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global avoisine en moyenne 1,5 % entre le dernier trimestre de 2006 et le deuxième trimestre de 2007, soit un niveau un peu moins élevé qu'on ne l'entrevoyait en juillet (Tableau 3). Après que l'incidence directe de la réduction de la TPS se sera dissipée au milieu de 2007, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, près de la cible de 2 % et y demeurer pendant le reste de la période de projection.

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 que l'économie affiche actuellement et de la vigueur persistante des prix des logements. Ces sources de pression à la hausse devraient être encore en partie contrebalancées par de nouvelles pressions à la baisse dues au recul continu des prix des biens manufacturés, quoique celui-ci devrait se modérer au fil du temps. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence sera redescendue à 2 % au second semestre de 2007 et qu'elle se maintiendra à ce niveau, à mesure que l'économie retournera à son plein potentiel et que les pressions exercées par les prix des logements s'atténueront.

Le rythme d'augmentation de la rémunération du travail devrait s'établir à environ 4 % en moyenne au début de l'horizon projeté, avant de diminuer un peu. En prenant pour hypothèse une hausse tendancielle de la productivité du travail de 1,5 %, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre dépasse légèrement les 2 % au début de la période considérée, puis revienne à 2 % d'ici la fin de celle-ci.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global se chiffre à près de 2 % en moyenne à partir du milieu de 2007.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait dépasser légèrement la cible de 2 % puis revenir à celle-ci au second semestre de 2007.

Les risques pesant sur les perspectives

Les risques entourant la projection se sont accentués quelque peu 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.

Des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent d'entourer le scénario de référence de la Banque. Comme elle le mentionnait dans son communiqué du 6 septembre, la Banque est d'avis que ces risques se sont accentués quelque peu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet.

Le principal risque à la hausse touchant l'économie canadienne demeure lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Ce dynamisme est associé au vif essor du crédit à la consommation. En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation (Note technique 3). Il est possible que ces liens soient plus forts qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper plus rapidement qu'on ne l'avait prévu, ce qui pourrait donner lieu à des majorations plus substantielles qu'escompté des dépenses des ménages et, de ce fait, à des pressions à la hausse plus intenses sur l'inflation.

Le plus important risque à la baisse pour l'économie canadienne tient à la possibilité que l'activité ralentisse plus que ce à quoi on s'attendait dans le secteur du logement aux États-Unis, et que la faiblesse de ce secteur ne se répercute sur la consommation et l'investissement. Un essoufflement plus grand de la demande intérieure américaine ferait décroître la demande d'exportations canadiennes, ce qui affaiblirait l'économie du Canada dans son ensemble. En pareilles circonstances, l'inflation serait moins élevée que celle envisagée dans le scénario de référence.

Ce scénario est entaché d'incertitudes additionnelles rattachées à ces risques principaux, notamment les deux suivantes.

Un risque à la hausse concerne les pressions exercées sur l'appareil de production à l'échelle sectorielle et régionale, qui découlent de l'explosion des prix de plusieurs produits de base. Ces pressions, dont les effets se font surtout sentir dans l'Ouest du pays (spécialement en Alberta), ont fortement poussé à la hausse les coûts de main-d'œuvre dans cette région. Il existe un risque que les prix et les salaires connaissent des augmentations encore plus rapides dans l'Ouest ou que les pressions inflationnistes observées dans les provinces visées se transmettent avec plus d'intensité au reste du pays.

Un risque à la baisse est lié aux effets qu'aura le ralentissement anticipé de la croissance de l'économie américaine sur le reste du monde, en particulier dans les pays à marché émergent qui enregistrent actuellement une très vive expansion. Dans la

Note technique 3

Les liens entre les prix des maisons, le crédit et les dépenses des ménages

En accroissant la valeur nette des propriétés et, donc, la disponibilité des garanties, les fortes augmentations qu'ont connues récemment les prix des maisons ont soutenu l'expansion robuste du crédit à la consommation. Celle-ci a, à son tour, stimulé les dépenses des ménages.

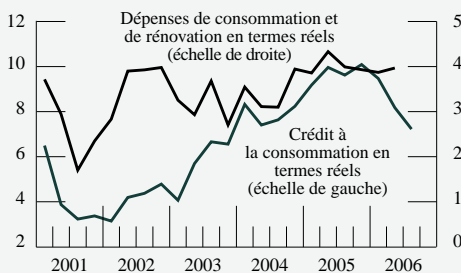
Les prix de vente des maisons au Canada ont progressé vigoureusement depuis 2001, soit de 4,4 % par an en moyenne en termes réels, alors qu'ils avaient accusé une baisse moyenne de 1,5 % l'an durant la décennie 1990¹. Du début de 2005 à la fin de juin 2006, les prix réels des maisons se sont accrus au total de 10,7 % à l'échelle nationale; leur taux d'augmentation a été encore plus élevé en Alberta et en Colombie-Britannique, alors qu'il a dépassé les 5 % dans le reste du pays durant la même période.

La vive montée du crédit à la consommation a coïncidé avec le net renchérissement des maisons. La croissance a été particulièrement élevée dans le cas des marges de crédit personnelles, souvent garanties par l'avoir propre foncier et dont les montants ont crû d'environ 15 % en termes réels en 2006. C'est en Alberta et en Colombie-Britannique que le volume de ces marges a augmenté le plus depuis le début de l'année. Si de nombreux facteurs, notamment la croissance des revenus et de la population, ont concouru à l'accélération de la hausse du crédit, l'un des plus importants semble bien être l'ascension rapide des prix des maisons.

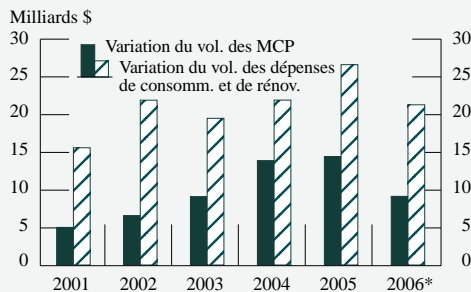
Depuis 2001, les dépenses des ménages sont restées robustes dans un contexte marqué par une forte progression des prix des maisons et du crédit à la consommation. Bien qu'il soit difficile de mesurer quelle part de l'expansion du crédit et des dépenses tient à l'évolution des prix des maisons, il est utile d'évaluer le rôle des marges de crédit dans la hausse des dépenses, ce type de crédit à la consommation étant le plus directement lié à la valeur des maisons². Les analyses sectorielles et les données d'enquête indiquent qu'une part appréciable des fonds empruntés sert à financer la consommation. Cela donne à penser que le récent renchérissement des maisons a contribué à l'expansion rapide du crédit à la consommation et des dépenses des ménages.

Depuis le début de l'année, les prix des maisons ont augmenté beaucoup plus que ne l'avaient prévu les observateurs du marché, surtout en Alberta et en Colombie-Britannique. Par ailleurs, la croissance du crédit à la consommation et des marges de crédit est demeurée forte, et la plupart des ménages affichent une bonne santé financière. Même si le scénario de référence tient compte des liens qui relient la vigueur des dépenses des ménages à ces facteurs, il est possible que ces liens soient plus étroits qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper, spécialement en Alberta et en Colombie-Britannique, ce qui pourrait donner lieu à de nouvelles hausses des dépenses des ménages.

Taux de croissance sur quatre trimestres du crédit à la consommation et des dépenses de consommation et de rénovation en termes réels



Variations annuelles du volume des marges de crédit personnelles (MCP) et des dépenses de consommation et de rénovation en termes réels



* Variations calculées à partir des données du premier semestre de 2006, puis annualisées

1. Les données sur les prix de vente des maisons proviennent de Royal LePage et ont été corrigées à l'aide de l'IPC global.
 2. Depuis 2001, la part que représentent les marges de crédit dans le crédit à la consommation est passée à plus de 50 %. Si cet essor a pu se faire en partie aux dépens des autres formes de prêt, il convient de souligner cependant que le renchérissement des maisons a favorisé une nette augmentation du crédit à la consommation. La part de la hausse des dépenses qui est attribuable au refinancement hypothécaire, et liée à la montée des prix des maisons, n'a pas été prise en compte, faute de données suffisantes.

mesure où les investissements des entreprises, au sein de ces économies, sont destinés à satisfaire la demande potentielle des consommateurs américains, la progression de la demande intérieure dans ces pays pourrait ne pas suffire à compenser la baisse de régime attendue de l'économie américaine. Un ralentissement plus prononcé qu'escompté de l'activité à l'échelle mondiale entraînerait vraisemblablement une réduction des prix des produits de base et une détérioration des perspectives concernant les exportations canadiennes au cours de la période projetée, ce qui exercerait une pression à la baisse sur le taux d'inflation au pays.

Dans l'ensemble, on estime que les risques sont relativement équilibrés.

Dans l'ensemble, la Banque considère que les risques entourant sa projection liée à 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.

BIBLIOGRAPHIE

- Armour, J. et T. Laflèche (2006). « Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-31.
- Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____ (1991b). « 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.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.
- Consensus Economics Inc. (2006). *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.
- Duguay, P. (2006). « Productivité, termes de l'échange et ajustement économique », discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, 28 août. Document accessible à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-14f.html.
- 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 : 1 877 782-8248
 Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 Site Web : www.banqueducanada.ca

