



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2007



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 se sont entendus sur 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. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC 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 utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2007 —

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

Depuis une quinzaine d'années, le Canada profite d'une croissance soutenue, d'un taux d'inflation bas et stable ainsi que d'une gestion de plus en plus saine des finances publiques. [...] Le Canada doit sa santé économique durable, du moins en partie, à son solide cadre de politique macroéconomique, qui repose entre autres sur une politique monétaire transparente axée sur le régime de poursuite de cibles d'inflation dont j'ai parlé un peu plus tôt et sur une saine politique budgétaire.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
12 septembre 2007*

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	9
La demande globale	9
L'offre globale	12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	13
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange . . .	15
3. L'évolution financière	18
Les conditions du crédit	18
Les taux directeurs et les taux de change	22
4. Les perspectives	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada	27
Les perspectives en matière d'inflation	29
Les risques pesant sur les perspectives	31
Notes techniques	
1. L'évolution récente du marché canadien du logement	11
2. La mise en œuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé	19
3. Le coût et la disponibilité du crédit au Canada	21

1. VUE D'ENSEMBLE

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. Avec en toile de fond la robuste expansion économique mondiale et les cours élevés des matières premières, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux prévisions par suite de la vigueur considérable de la demande intérieure. L'économie fonctionne maintenant davantage au-delà de son potentiel qu'on ne l'avait alors anticipé. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, se situait à 2,2 % au mois d'août. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, les perspectives d'évolution de l'économie américaine se sont assombries en raison du ralentissement plus important que prévu dans le secteur du logement. La Banque a revu à la baisse sa projection concernant l'expansion du PIB aux États-Unis, tablant maintenant sur un taux de 1,9 % en 2007 et de 2,1 % en 2008. La croissance dans ce pays devrait remonter à 3 % en 2009.

En juillet et en août, le dollar canadien s'est échangé généralement à l'intérieur d'une fourchette allant de 93 à 95,5 cents É.-U., mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpant jusqu'à 1,03 dollar É.-U. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque suppose que le cours du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents É.-U., soit au milieu de la fourchette dans laquelle il s'est maintenu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet. De plus, les conditions du crédit se sont resserrées par suite de l'évolution des marchés financiers cet été. En ce qui concerne le Canada, la Banque fait l'hypothèse que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages par rapport au taux du financement à un jour sera de 25 points de base supérieur, au cours de la période de projection, à ce qu'il était avant l'été.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au Canada devrait rester vigoureuse. Mais compte tenu des effets combinés de la détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et du niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien, les exportations nettes exerceront en 2008 et 2009 un effet modérateur sur l'économie plus prononcé qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Par conséquent, l'économie canadienne devrait progresser de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009.

À la faveur du rétablissement de l'équilibre au sein de l'économie et étant donné l'incidence directe du raffermissement du dollar

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 16 octobre 2007.

canadien sur les prix à la consommation, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait redescendre progressivement à 2 % au second semestre de 2008, soit un peu plus tôt qu'on ne l'avait anticipé, puis s'y maintenir jusqu'à la fin de la période de projection. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter fortement au quatrième trimestre de 2007, pour s'établir à quelque 3 %. Elle devrait ensuite revenir à la cible de 2 % au deuxième semestre de l'année prochaine et y rester.

Un certain nombre des risques qui avaient été évoqués dans la *Mise à jour* de juillet se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages au Canada, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien.

Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation. Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu. Cette évolution pourrait découler de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents É.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation seraient plus faibles. En outre, l'effet de l'appréciation passée du dollar canadien sur la demande et l'inflation pourrait se révéler plus important qu'escompté, et l'incidence de la faiblesse du secteur du logement aux États-Unis, plus grande que projeté.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

En outre, la durée et les conséquences économiques des événements ayant secoué dernièrement les marchés financiers ainsi que la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux représentent une source d'incertitude entachant les perspectives.

Dans ces circonstances, la Banque a laissé inchangé son taux directeur, à 4,50 %, le 5 septembre et le 16 octobre. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation tendancielle s'est située au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait aussi les 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août sous l'effet des fluctuations des prix de certaines des composantes les plus volatiles (Graphique 1).

Le taux d'accroissement de l'indice de référence¹, un indicateur plus fiable de la tendance fondamentale de l'inflation que la hausse de l'IPC global, s'est établi en moyenne à 2,3 % ces derniers mois, comme on l'avait projeté dans la *Mise à jour* de juillet. Ce résultat est dû aux pressions soutenues qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque sont aussi demeurées au-dessus de 2 % en juillet et en août (Graphique 2)². Les effets de la forte demande intérieure se sont fait particulièrement sentir sur les prix des services inclus dans l'indice de référence (Graphique 3). L'augmentation des frais de logement a été un peu plus prononcée qu'on ne s'y attendait, en raison de la vigueur plus grande que prévu à l'extérieur de l'Alberta. De plus, les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur ascension rapide, du fait de la progression continue des cours des céréales et des oléagineux. La pression baissière que la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (comme les biens semi-durables et les biens ménagers durables) exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée encore davantage; toutefois, des rabais plus généreux ont été consentis aux acheteurs d'automobiles.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été moins élevé qu'escompté, en raison du niveau des prix de certaines des composantes les plus volatiles. C'est le cas, entre autres, de l'essence, dont les prix reflètent une réduction des marges bénéficiaires occasionnée par un retour plus hâtif qu'anticipé de la production nord-américaine à des niveaux plus normaux après les

L'inflation tendancielle dépasse 2 %...

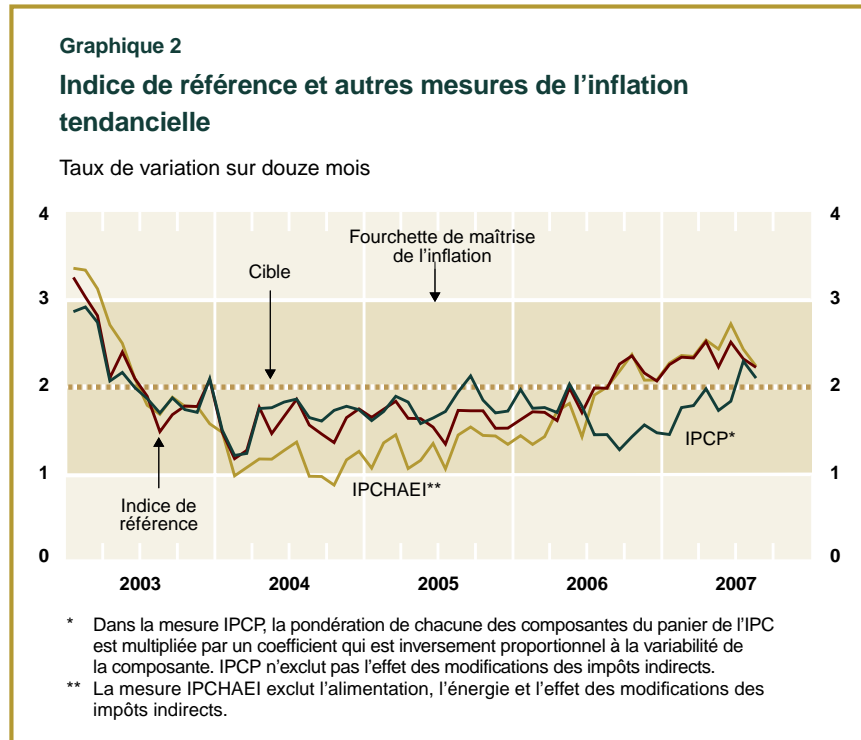
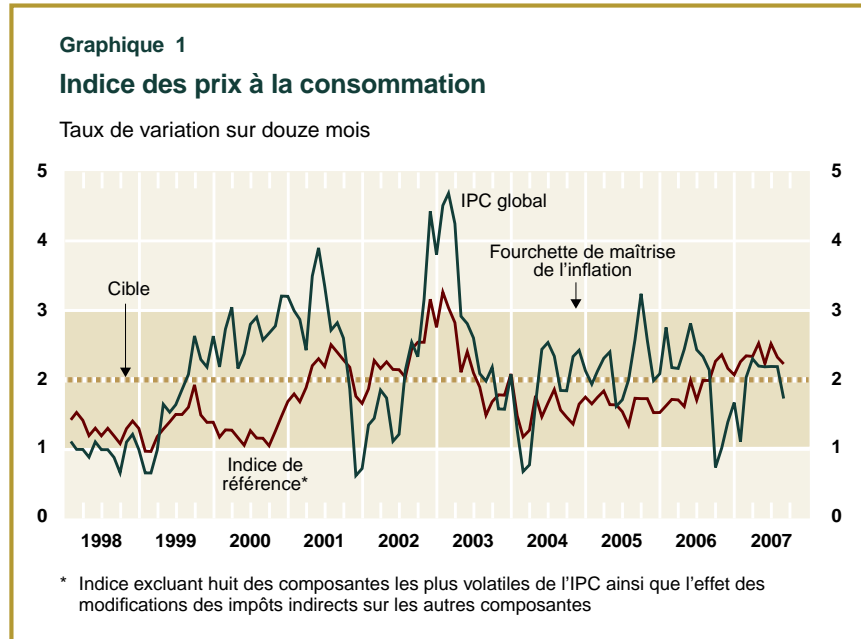
... sous l'effet des pressions soutenues s'exerçant sur la capacité de production.

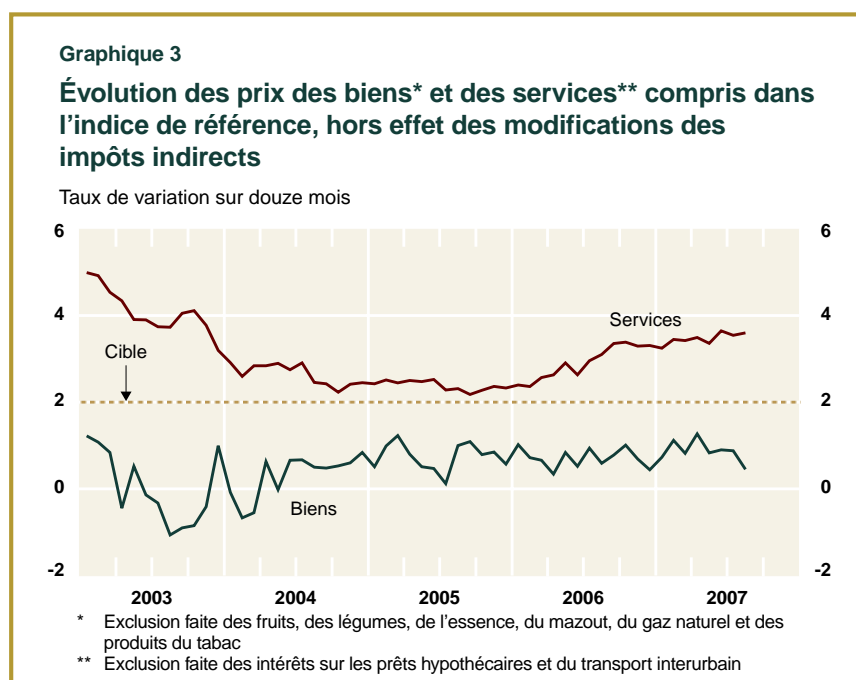
L'inflation mesurée par l'IPC global est descendue temporairement à 1,7 % en août.

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

2. La mesure IPCP est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Sans cet effet, le taux de variation d'IPCP aurait aussi excédé 2 % de février à juin 2007.

perturbations de l'offre au printemps passé. Les prix du gaz naturel ont aussi été plus bas que prévu.





Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %. Le taux d'augmentation moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2008 s'inscrit légèrement au-dessus de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, plus de 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent de tabler sur des taux très proches de 2 %.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La croissance du PIB réel du Canada s'est nettement accélérée au premier semestre de 2007, pour atteindre un taux annualisé de 3,7 %. À 3,4 %, le taux d'expansion du PIB réel au deuxième trimestre a dépassé le chiffre de 2,8 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Ce dynamisme inattendu tient à la hausse plus marquée des dépenses des ménages et à l'effet modérateur moins important que prévu exercé par les exportations nettes³. Les données disponibles pour le troisième trimestre donnent à penser que la

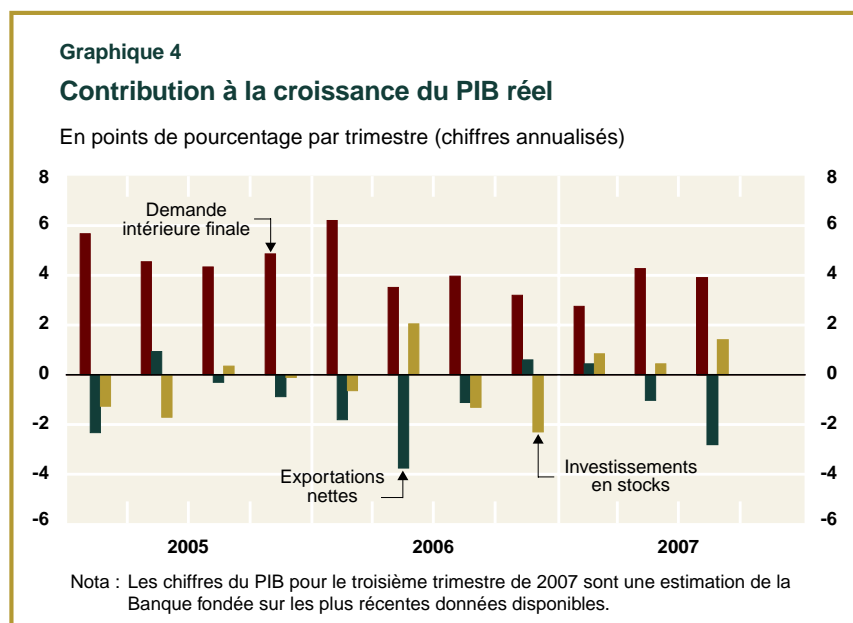
La croissance économique au Canada a été supérieure aux projections au premier semestre de 2007.

3. De même, par suite de la révision à la baisse du volume des importations, le taux de croissance au premier trimestre, estimé au départ à 3,7 %, a été revu légèrement à la hausse et s'établit maintenant à 3,9 %.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance du PIB...

demande intérieure finale est demeurée forte mais que l'effet modérateur des exportations nettes s'est accentué. En outre, les données actuellement disponibles tendent à indiquer que le PIB réel se serait accru d'environ 2,5 %, soit un chiffre légèrement inférieur à celui de 2,7 % projeté dans la dernière *Mise à jour*.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance du PIB pendant les six premiers mois de 2007 (Graphique 4). Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté considérablement, grâce à la vigueur du marché du travail. L'avoir net des ménages a continué de progresser, à la faveur de l'amélioration des termes de l'échange du Canada et du renchérissement substantiel des maisons. De plus, l'essor appréciable du crédit aux ménages s'est poursuivi. Ces facteurs ont favorisé une forte hausse des dépenses des ménages, dont les investissements dans le logement (Note technique 1). Par contre, la croissance des dépenses d'investissement des entreprises s'est sensiblement ralentie. Les dépenses dans le secteur des hydrocarbures en particulier ont fléchi, en grande partie à cause de l'incidence qu'a eue le recul des cours du gaz naturel sur les activités de forage classique.



... alors que les exportations nettes ont exercé un effet modérateur.

Les exportations totales du Canada se sont inscrites en légère hausse au premier semestre de 2007, soutenues par la vive croissance des exportations de produits et de ressources énergétiques. Le repli des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis a cependant contribué à faire baisser les exportations canadiennes de produits automobiles, alors que l'essoufflement du marché américain du logement a bridé les exportations de produits forestiers.

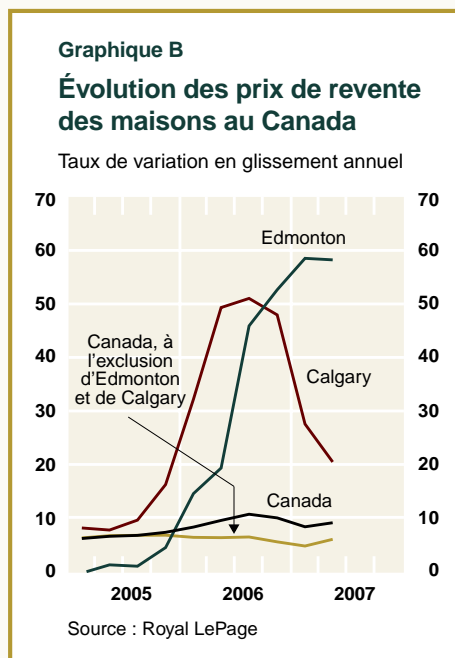
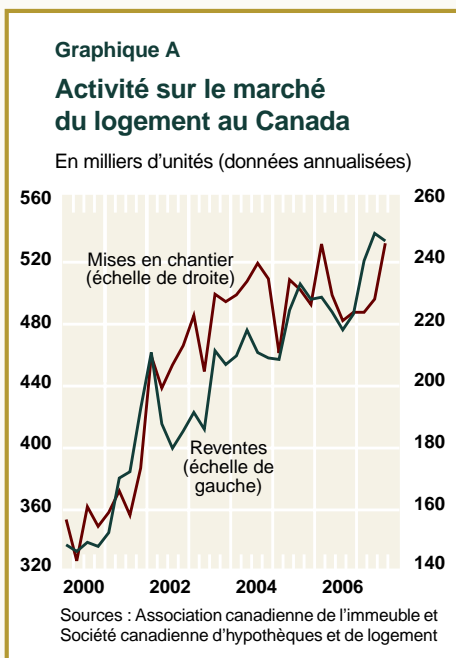
Note technique 1

L'évolution récente du marché canadien du logement

L'investissement dans le secteur du logement au Canada affiche cette année encore un fort dynamisme, alimenté par la vigueur de l'emploi, une hausse soutenue des revenus, des taux d'intérêt relativement bas et les modalités très flexibles du crédit hypothécaire (Graphique A). Cet essor a dépassé les attentes de la Banque.

Cette solide activité s'est accompagnée d'une augmentation des prix plus vive que prévu, surtout sur le marché de la revente. En Alberta en particulier, les prix de revente des maisons ont beaucoup grimpé dans les principaux centres depuis 2005 (Graphique B). Si la hausse des prix a ralenti à Calgary cette année à la faveur d'une montée de l'offre, elle s'est par contre accélérée à Edmonton et n'a montré des signes de stabilisation que récemment. Les augmentations observées en Alberta demeurent bien au-dessus de la moyenne nationale. Mais alors que la progression des prix des maisons se modérait en Alberta, ailleurs au pays, certaines grandes villes connaissaient un nouvel élan des prix de revente en 2007. Ainsi, en Saskatchewan, les prix des maisons ont enregistré de fortes hausses, du fait d'une conjoncture économique favorable, d'un bilan migratoire positif et d'une offre limitée de logements.

Le renchérissement des maisons au Canada depuis quelques années a permis aux propriétaires de financer une partie de leurs dépenses de consommation grâce aux prêts garantis par la valeur nette des propriétés. La Banque estime que le recours accru à ce type de financement a contribué de façon importante à soutenir la croissance des dépenses réelles des ménages ces dernières années.



Parallèlement, les importations ont augmenté plus fortement que les exportations, poussées par le dynamisme de la demande intérieure et l'appréciation qu'a connue le dollar canadien ces dernières années.

Les exportations nettes, au deuxième trimestre de 2007, ont néanmoins ralenti la croissance un peu moins qu'on ne s'y attendait. Ce résultat semble tenir à des facteurs temporaires, les données préliminaires du troisième trimestre laissant en effet entrevoir une diminution marquée des exportations nettes.

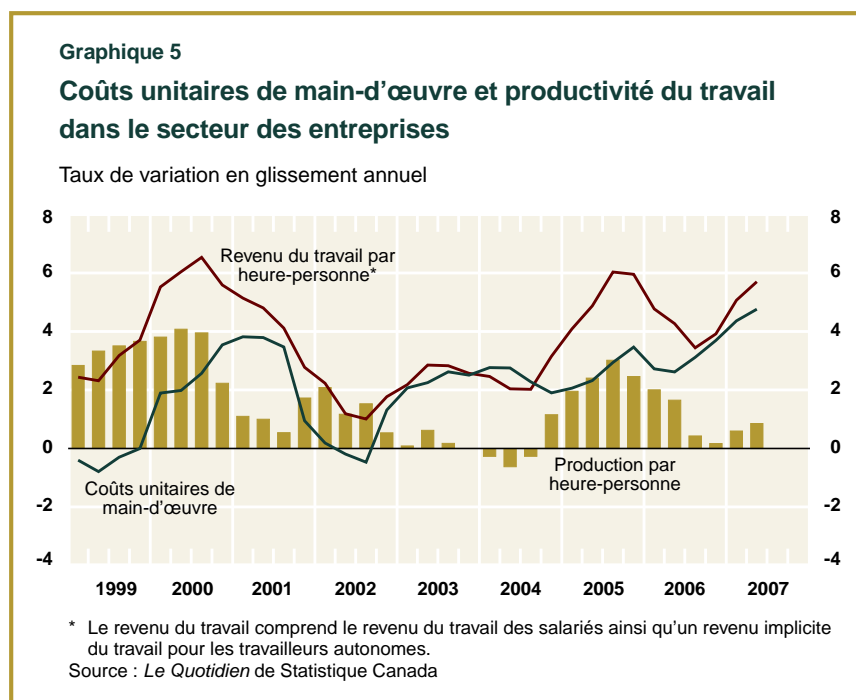
L'offre globale

Le nombre d'heures travaillées dans le secteur des entreprises a progressé de 1,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2007, ce qui représente une modeste baisse comparativement au taux d'accroissement moyen des trois années précédentes. Ce léger ralentissement de la hausse du nombre d'heures travaillées est surtout attribuable à la réduction de la durée moyenne de la semaine de travail, la création d'emplois étant demeurée relativement ferme.

La croissance de la productivité du travail dans le secteur des entreprises a augmenté, atteignant 0,9 % en rythme annuel au deuxième trimestre de cette année, ce qui était encore quelque peu inférieur au taux moyen enregistré pendant la période de 2004 à 2006 (Graphique 5). Cette situation pourrait s'expliquer en partie par le transfert de main-d'œuvre et de capital vers les secteurs de l'exploitation des matières premières et de la production de biens et services non échangeables, dans la mesure où la main-d'œuvre et le capital peuvent accuser une certaine perte de productivité en pareille période d'ajustement. Dans le secteur des ressources naturelles, les cours relativement élevés des produits de base ont continué d'encourager l'exploitation de ressources plus coûteuses à extraire, ramenant ainsi la productivité à un niveau inférieur à celui qu'elle aurait affiché autrement.

Pour établir l'évolution de la capacité de production, la Banque analyse les variations de l'offre de main-d'œuvre et de la productivité du travail en les scindant selon leurs composantes tendanciennes et cycliques. Après avoir mis à jour sa mesure usuelle en fonction des données les plus récentes, la Banque estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à quelque 2,5 % de 2004 à 2006, soit un taux légèrement inférieur aux estimations précédentes.

On estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à environ 2,5 % pour la période de 2004 à 2006.



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

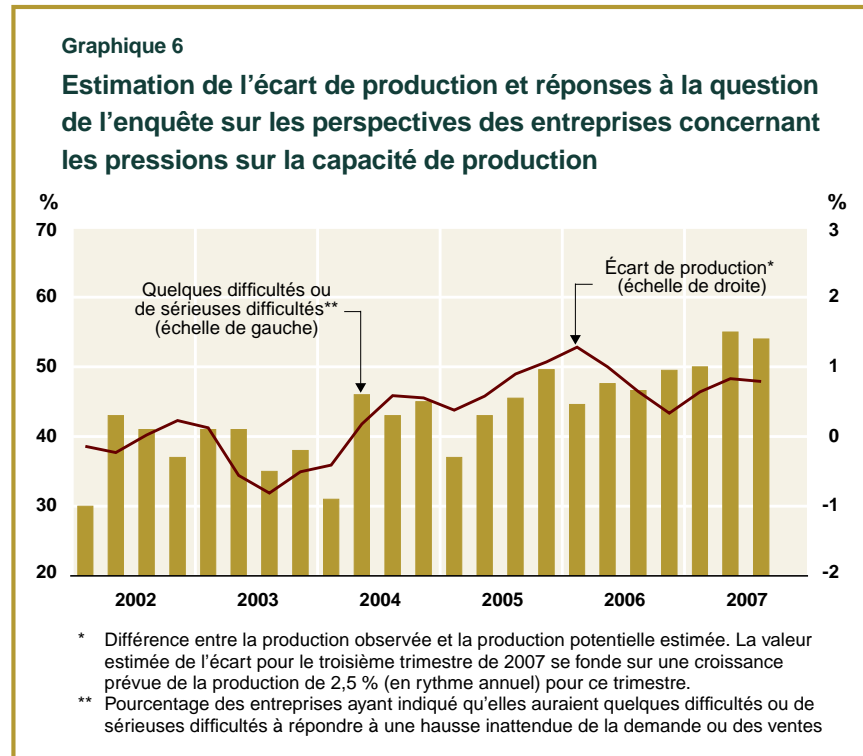
Selon la plupart des indicateurs, l'économie canadienne fonctionne davantage au-dessus de son potentiel qu'on ne le projetait au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne révèlent qu'une forte proportion de firmes estiment encore qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande (Graphique 6). D'après la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,8 % sa capacité au troisième trimestre de 2007 (Graphique 6), soit un chiffre un peu supérieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet⁴. En revanche, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada témoigne de pressions quelque peu inférieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2007. Cela dit, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence dépasse en moyenne 2 % depuis septembre 2006 conforte

Selon la plupart des indicateurs, l'économie fonctionnait davantage au-dessus de son potentiel au troisième trimestre qu'on ne l'avait projeté.

4. Le niveau de la demande excédentaire au troisième trimestre de 2007, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,2 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. Cette augmentation est due à une légère révision à la hausse du niveau projeté du PIB réel au troisième trimestre et à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

l'opinion selon laquelle l'économie fonctionne au-dessus de sa capacité de production.

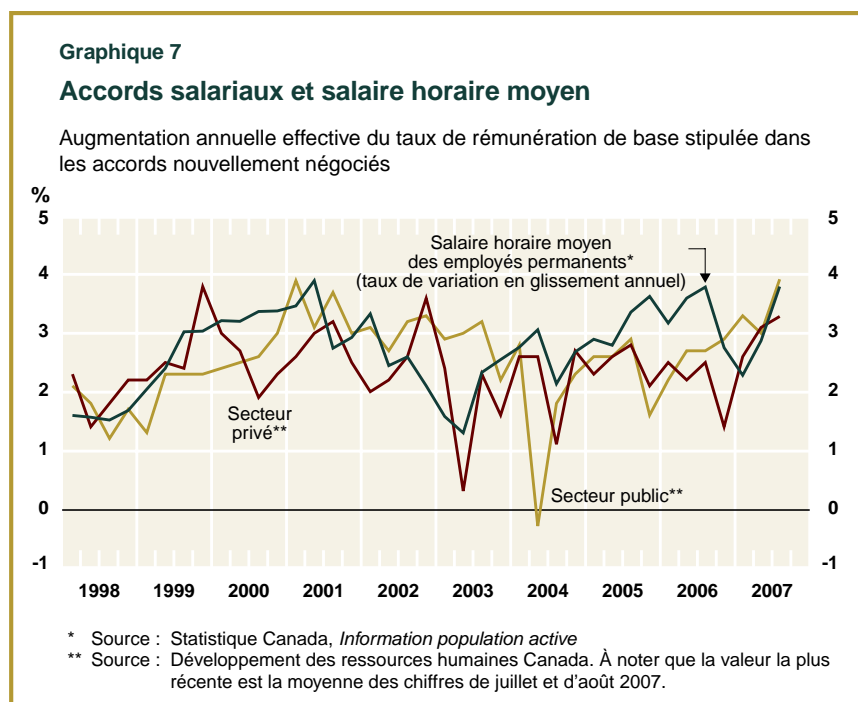


En septembre, le ratio de l'emploi à la population égalait son sommet historique, tandis que le taux de chômage touchait son niveau le plus bas des 33 dernières années. Toutes les mesures de l'évolution de la rémunération se sont raffermies ces derniers mois et concordent maintenant davantage avec les autres indicateurs des tensions présentes sur les marchés du travail. Le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires globaux) est remonté pour se situer entre 3 et 4 % de juin à septembre (Graphique 7). Le rythme de croissance sur un an de la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada — un indicateur plus volatil — a quant à lui augmenté de façon encore plus marquée pour atteindre 5,7 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 5). Sous l'effet des majorations importantes de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, les coûts unitaires de main-d'œuvre affichaient une hausse de 4,8 % au deuxième trimestre de 2007, comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt. La proportion de firmes ayant signalé des

pénuries de main-d'œuvre, lors de l'enquête menée cet automne par la Banque, a progressé par rapport à l'enquête précédente.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.

Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.



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

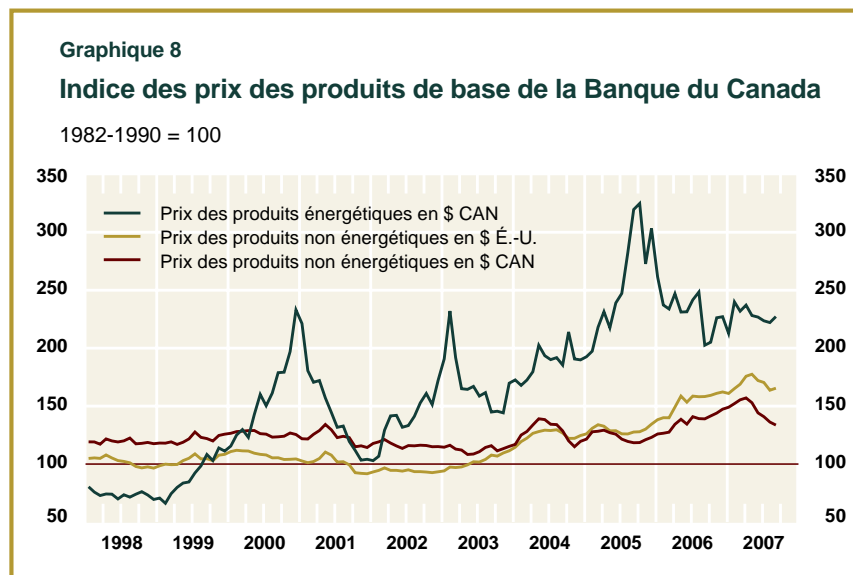
Ces derniers mois, les prix mondiaux des produits de base non énergétiques ont légèrement diminué par rapport au sommet atteint en mai, mais ils restent élevés dans l'ensemble (Graphique 8). Les cours des métaux ont fléchi, partiellement à cause du resserrement des conditions du crédit à l'échelle du globe, mais se sont redressés depuis. De plus, le repli actuel du marché du logement aux États-Unis a contribué à réduire davantage la demande de bois d'œuvre. Par contre, les prix des céréales et des oléagineux ont continué leur ascension, en raison surtout des répercussions des conditions climatiques défavorables sur les stocks mondiaux.

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait 72 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars É.-U.

Les prix des produits de base non énergétiques ont légèrement diminué par rapport au sommet atteint en mai...

... mais les cours du pétrole brut ont augmenté.

durant la période de dix jours terminée le 12 octobre 2007. Ce renchérissement est dû surtout à la vigueur continue de la demande mondiale et au niveau quasi inchangé de l'offre à court terme.



Un redressement des termes de l'échange soutiendra la progression des revenus tout au long de 2007.

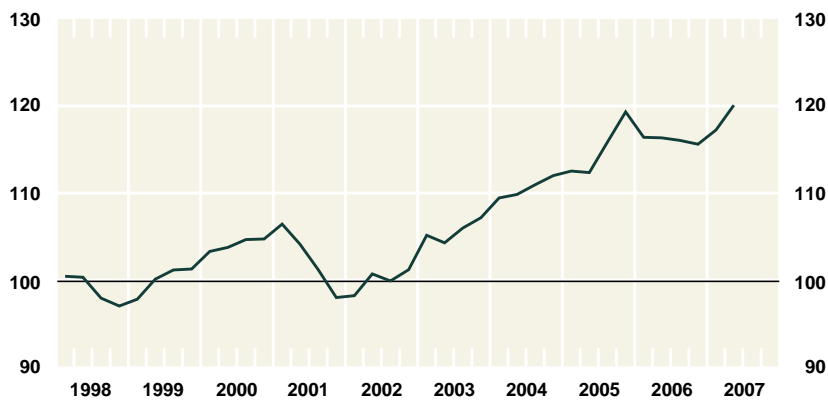
Les termes de l'échange du Canada se sont redressés pendant la première moitié de 2007, à la faveur de la hausse marquée des cours des produits de base non énergétiques (Graphique 9). Par conséquent, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 0,9 % au quatrième trimestre de 2006 à 3,5 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 10). Le rythme de progression de l'indice des prix en chaîne de la demande intérieure ayant ralenti pour s'établir à 2,5 % au second trimestre, cette évolution implique une poussée des revenus réels au Canada.

Les termes de l'échange devraient demeurer élevés au deuxième semestre de 2007, ce qui favorisera vraisemblablement une croissance soutenue du PIB nominal et, par le fait même, des bénéfices des sociétés et des recettes fiscales des administrations publiques.

Graphique 9

Termes de l'échange

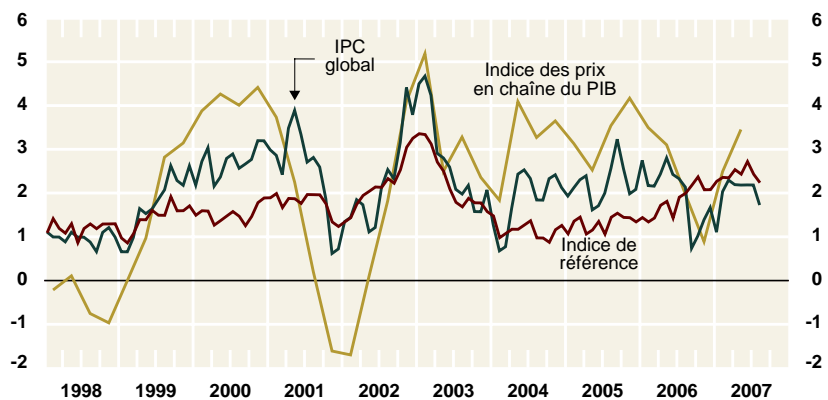
Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (2002 = 100)



Graphique 10

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

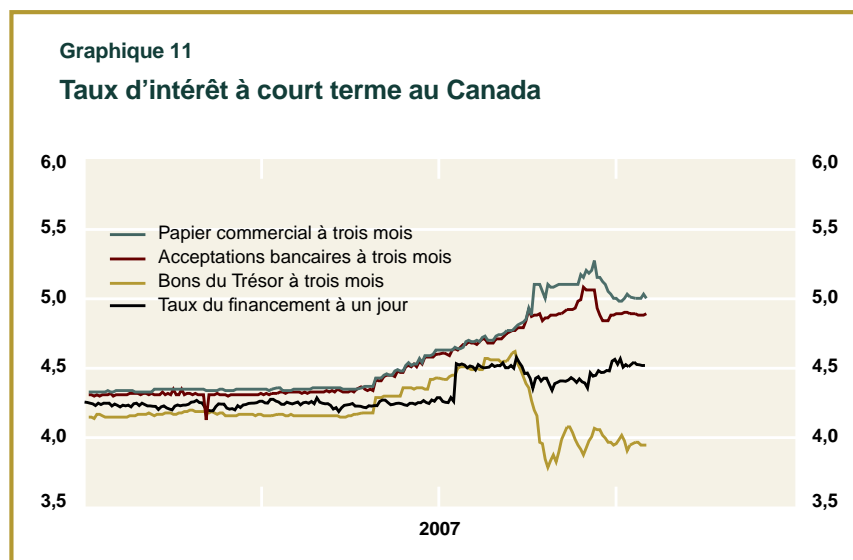
Taux de variation en glissement annuel



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les événements récents survenus sur les marchés financiers ont eu pour effet de creuser les écarts de crédit.

Au cours des récents mois, l'ampleur inattendue des pertes liées aux prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a eu certaines conséquences sur les marchés financiers mondiaux. L'incertitude entourant l'évaluation des produits financiers structurés s'est accentuée, et les investisseurs se sont tournés vers les obligations d'État et les bons du Trésor, assortis d'un risque plus faible, ce qui a entraîné un creusement des écarts de crédit. Les institutions financières et les entreprises des grands pays industrialisés, dont le Canada, ont dû faire face à une hausse des taux d'intérêt à court terme (Graphique 11). Dans ce contexte, la Banque du Canada a procédé à des opérations courantes à quelques occasions afin d'injecter des liquidités destinées à favoriser un fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens et de maintenir le taux du financement à un jour près de la cible de 4,50 % (Note technique 2). Même si les perturbations des marchés financiers se sont quelque peu atténuées depuis août, ceux-ci sont encore en proie à une incertitude accrue.



Les conditions du crédit

Les institutions financières sont confrontées à des besoins de financement anormalement élevés.

Les institutions financières canadiennes se trouvent aux prises avec un très net accroissement des besoins de financement. Les récentes turbulences sur les marchés de la titrisation les ont amenées à prendre des mesures pour soutenir leurs propres programmes d'émission de papier commercial adossé à des actifs, au point où

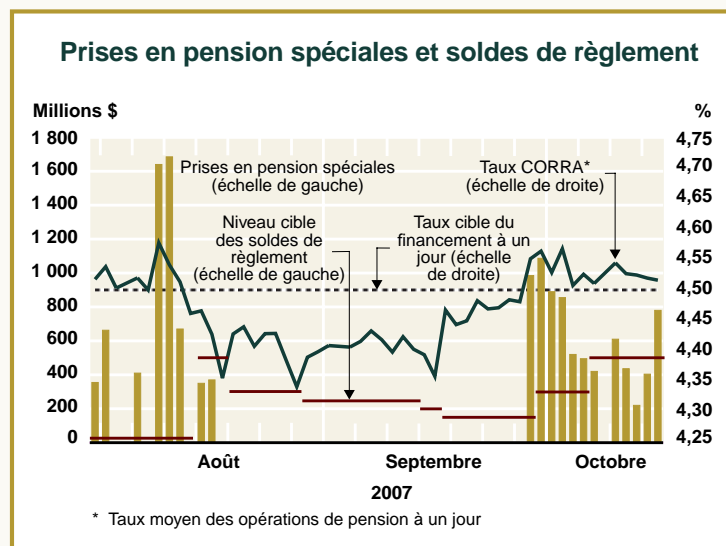
Note technique 2

La mise en œuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé

Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire au Canada est axé sur le maintien du taux du financement à un jour près de la cible visée¹. Le principal outil que la Banque du Canada utilise pour influencer sur ce taux est la fourchette opérationnelle de 50 points de base, dont elle renforce l'application grâce à ses mécanismes permanents d'octroi de liquidités et de dépôt. Lorsque le coût du financement à un jour s'écarte du taux visé, la Banque procède à des opérations de pension sur le marché et modifie le niveau des soldes de règlement fournis au système financier. Si les fonds à un jour se négocient généralement à un taux supérieur à la cible, la Banque intervient au moyen de prises en pension spéciales; dans le cas contraire, elle conclut des cessions en pension. En outre, la Banque peut influencer sur le taux à un jour en visant un niveau supérieur ou inférieur au montant normal de 25 millions de dollars pour les soldes de règlement.

Des prises en pension spéciales ont régulièrement lieu en fin de mois, de trimestre et d'année, ainsi que durant les périodes où des flux de paiement considérables transitent par le système. La Banque a fait appel aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension et modifié le niveau des soldes de règlement, selon les besoins, à diverses reprises en 1999 — à l'approche de l'entrée en service du Système de transfert de paiements de grande valeur — ainsi qu'au début de 2006, pour contrecarrer des pressions durables à la baisse sur le taux à un jour.

Depuis le début d'août, la Banque a de nouveau eu recours à ces instruments pour neutraliser les pressions à la hausse s'exerçant sur le taux à un jour et maintenir ce dernier près de la cible.

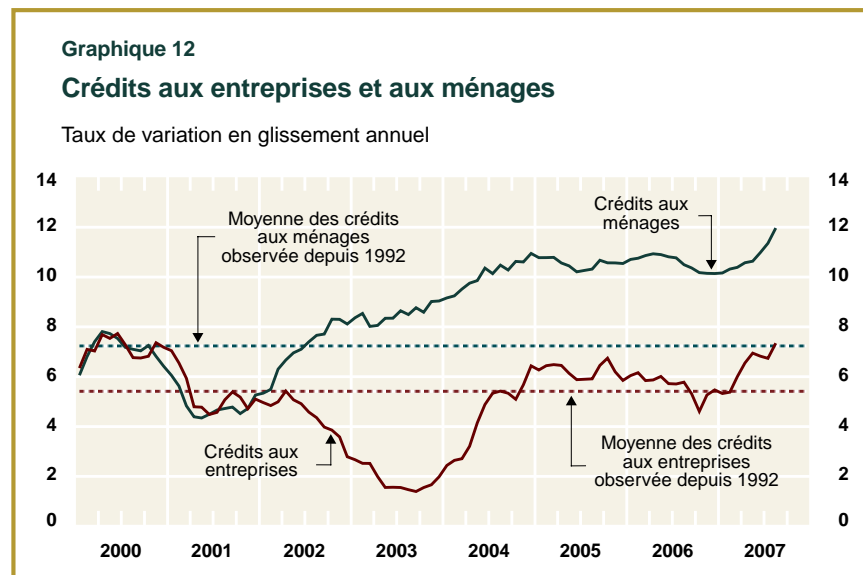


1. Voir le document « La cible visée par la Banque du Canada pour le taux du financement à un jour — Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire », publié sous forme d'annexe à l'article de Christopher Reid paru dans la livraison du printemps 2007 de la *Revue de la Banque du Canada* (www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/printemps07/reid-f.pdf). On trouvera d'autres renseignements à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts_primer_2007f.pdf.

la plupart d'entre elles détiennent aujourd'hui des stocks anormalement élevés de ce type de produits. Les banques sont en outre appelées à fournir des prêts et du crédit de substitution, conformément à des engagements préalables à l'égard de lignes de crédit, aux sociétés qui ont cessé de se financer sur le marché. Bien qu'elles aient suffisamment de capitaux et de liquidités pour honorer leurs engagements financiers, il reste que l'augmentation actuelle des frais de financement a conduit les banques à resserrer les conditions du crédit. Ce resserrement se fait sentir dans le coût, la disponibilité et les modalités du crédit accordé aux entreprises et aux ménages (Note technique 3). Pour certaines entreprises, cependant, la pression à la hausse exercée par la montée des coûts des emprunts sur le coût du capital en général a été compensée dans une certaine mesure par une légère pression à la baisse exercée par la vigueur des marchés boursiers sur le coût du financement par actions.

Les conditions du crédit se sont durcies quelque peu.

La croissance des crédits aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en juillet et en août, alors qu'elle se situait déjà à des niveaux respectables (Graphique 12). Depuis, les banques ont quelque peu durci les modalités d'octroi de prêts aux entreprises et majoré le coût du crédit, aussi bien du côté des firmes que de celui des ménages. Cette évolution aura probablement un effet modérateur sur les emprunts.



L'expansion des agrégats monétaires au sens large est restée robuste depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet et laisse entrevoir des pressions à la hausse sur l'inflation tout au long de 2008 (Graphique 13).

Note technique 3

Le coût et la disponibilité du crédit au Canada

Au Canada, les conditions du crédit se sont resserrées depuis la fin de juillet sous l'effet d'une réévaluation des primes de risque, les investisseurs s'étant montrés plus réticents à détenir un large éventail de titres du secteur privé, au premier chef le papier commercial adossé à des actifs. Le degré du resserrement, envisagé sous l'angle de la disponibilité et du coût du financement pour les institutions financières, les entreprises et les ménages, est difficile à mesurer. Et comme la situation continue d'évoluer, une grande incertitude entoure les estimations à ce sujet. Mais une chose est claire : le coût des emprunts sur le marché et auprès des banques a augmenté, et les conditions du crédit se sont durcies.

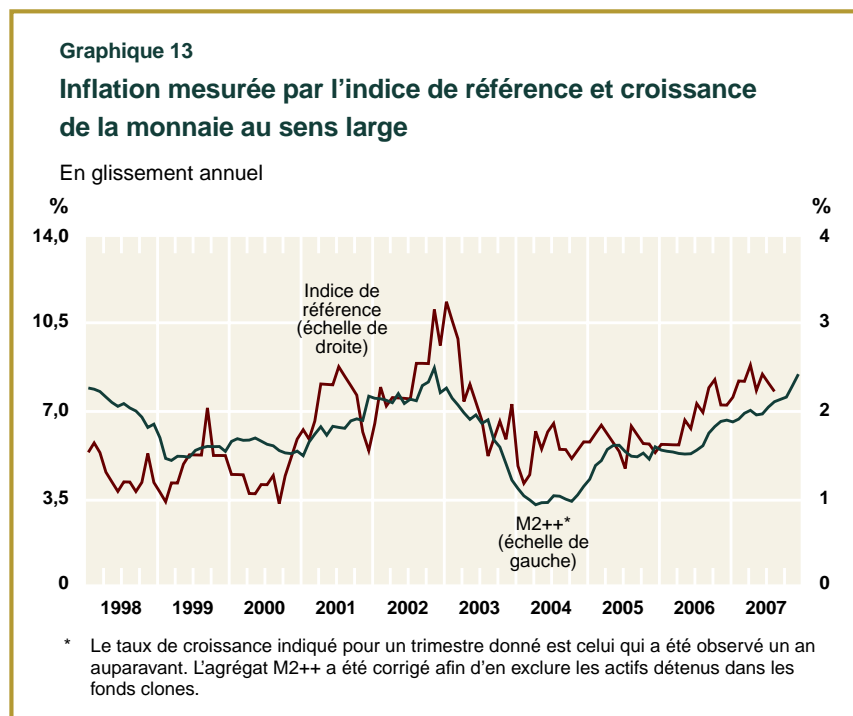
Le coût du financement supporté par les banques canadiennes qui recourent à divers instruments du marché a augmenté de 10 à 35 points de base par rapport au taux où il se situait à la fin de juillet. La hausse du coût des dépôts a été plus modeste.

Certains taux d'emprunt affichés par les institutions financières ont monté au cours des derniers mois. Les taux effectifs payés par les entreprises et les particuliers se sont aussi accrus, les banques ayant réduit les rabais qu'elles offrent sur les taux affichés (comme le taux préférentiel). En outre, certaines institutions financières ont durci les clauses restrictives applicables aux nouveaux prêts, alors que d'autres ont signalé une diminution du volume des prêts octroyés. Au total, on estime que les coûts effectifs des prêts consentis aux ménages et aux entreprises par les institutions financières ont progressé d'environ 20 à 35 points de base.

Le coût des fonds mobilisés par les entreprises sur les marchés financiers a aussi augmenté quelque peu depuis juillet. La majoration du coût global des emprunts contractés sur le marché à court terme serait de l'ordre de 20 à 30 points de base. Les prix observés tendent à indiquer que le coût du financement à long terme est demeuré à peu près inchangé; cependant, le volume des émissions a été relativement faible et demeure concentré dans les titres de bonne qualité¹. Par conséquent, il est probable que les prix ne reflètent pas fidèlement l'état réel des conditions d'emprunt. Le coût moyen pondéré du crédit consenti aux sociétés non financières a progressé d'au moins 15 à 25 points de base, une fois prises en compte les différentes composantes du financement bancaire et du financement sur le marché.

Dans l'ensemble, estime-t-on, le coût des emprunts des ménages et des entreprises est d'environ 25 points de base supérieur, par rapport au taux du financement à un jour, à ce qu'il était avant les événements de cet été, et l'offre et les conditions de crédit se sont resserrées quelque peu.

1. La baisse du rendement des titres d'État ayant été un peu plus marquée que l'accroissement des écarts de crédit ces derniers mois, les frais d'intérêts liés aux titres de sociétés bien cotées ont diminué.



Les taux directeurs et les taux de change

Le taux directeur a été réduit de 50 points de base aux États-Unis le 18 septembre, et les taux d'intérêt à court terme reflètent les anticipations de modestes baisses de taux.

Le dollar canadien s'est apprécié considérablement depuis la parution de la dernière Mise à jour, et ce, dans le contexte d'un affaiblissement généralisé du dollar É.-U.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 18 septembre, et les taux courts donnent à penser qu'une nouvelle réduction modérée est anticipée pour les mois à venir. Dans leur évaluation, les marchés envisagent la probabilité d'un léger relèvement des taux directeurs par la Banque centrale européenne et la Banque du Japon durant les prochains mois (Graphique 14). Au Canada, les attentes des marchés, qui sont fondées sur les taux d'intérêt à court terme, portent actuellement à croire que le taux directeur ne changera guère dans les mois qui viennent.

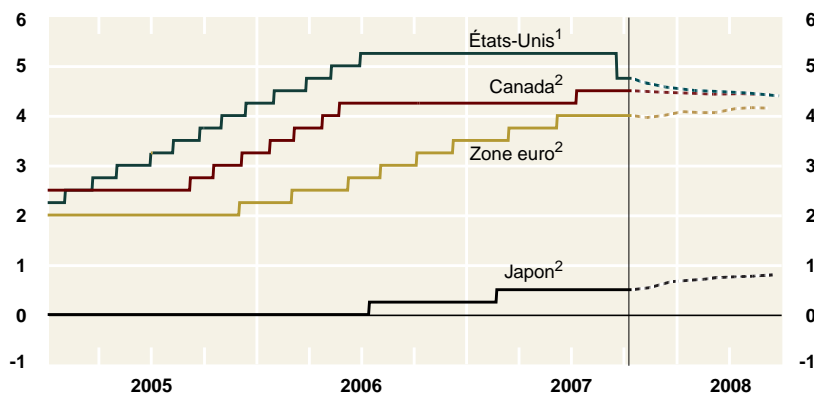
En juillet et en août, le dollar canadien a évolué généralement à l'intérieur de la fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. avancée dans la *Mise à jour* de juillet, mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpant jusqu'à 1,03 dollar É.-U. (Graphique 15). Cette appréciation récente est due, en partie, à l'affaiblissement généralisé du billet vert (face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des États-Unis dotés d'un régime de changes flexibles). Elle s'est produite dans un contexte de détérioration des perspectives concernant l'expansion économique et l'inflation, et de baisse du taux directeur chez nos voisins du sud. Par ailleurs, le dollar canadien continue d'être porté par la fermeté des prix des matières premières, en particulier du pétrole, et la vigueur de la

demande intérieure. Il reste que la hausse qu'il a enregistrée récemment se révèle plus importante que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de l'évolution passée du taux de change.

Graphique 14

Taux directeurs et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



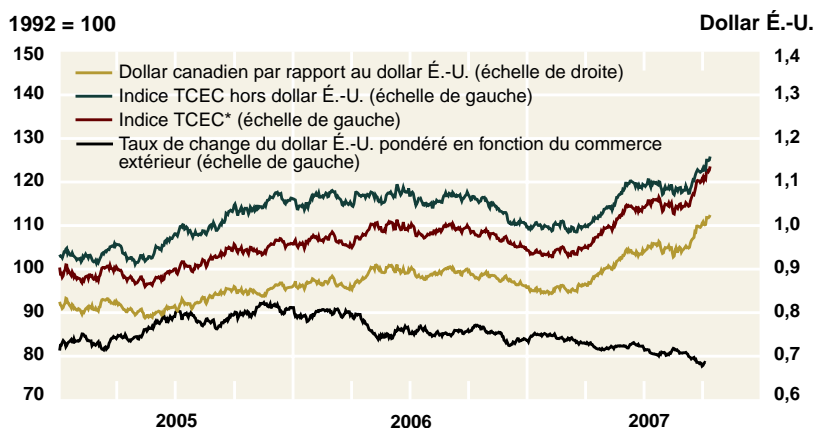
* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme américains sont fondés sur les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux.
2. Les taux à terme au Canada, dans la zone euro et au Japon sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour du pays ou bloc de pays considéré.

Graphique 15

Taux de change

Données des mercredis



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, est un indice pondéré en fonction du commerce extérieur et comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait état du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2009. Les projections sont fondées sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que, durant la période de projection, le taux de change du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents É.-U., soit au milieu de la fourchette de 93 à 103 cents É.-U. dans laquelle il s'est maintenu depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les cours de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, on suppose que les conditions du crédit dans le monde demeureront plus restrictives et, en ce qui concerne le Canada, que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages, par rapport au taux du financement à un jour, restera supérieur de quelque 25 points de base à celui qui avait été observé avant les récentes turbulences sur les marchés financiers. Quatrièmement, on postule que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail au pays sera de 1 1/2 % au cours de la période de projection. Enfin, la Banque table sur un ajustement ordonné des déséquilibres mondiaux.

La conjoncture internationale

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

Sous l'impulsion des pays en développement, l'économie mondiale a progressé à un rythme vigoureux pendant les trois premiers trimestres de 2007. La Banque estime désormais que le taux de croissance moyen pour l'ensemble de l'année devrait être légèrement supérieur aux prévisions de la *Mise à jour* de juillet. Cela dit, on s'attend toujours à ce que l'expansion de l'économie mondiale ralentisse un peu en 2008 et 2009 (Tableau 1).

Les taux de croissance au Japon et dans la zone euro devraient avoisiner ceux de la production potentielle.

Au Japon et dans la zone euro, la croissance économique a été un peu plus faible que prévu, mais le tassement des investissements qui en est la cause ne devrait pas durer, compte tenu de la robustesse générale des bilans et des profits des entreprises. De plus, l'amélioration constante de la situation sur les marchés du travail continuera de soutenir les dépenses des ménages. Globalement, on s'attend à ce que les taux de croissance au Japon et dans la zone euro avoisinent ceux de la production potentielle au cours des prochaines années, malgré quelques effets à court terme liés aux difficultés actuelles des marchés financiers et au repli de la demande américaine. L'expansion de l'économie du Royaume-Uni a été plus vigoureuse qu'anticipé au premier semestre. Toutefois, les récentes turbulences financières devraient ramener la croissance, à brève échéance, à un niveau plus proche de celle de la production potentielle.

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
États-Unis	20	2,9 (3,3)	1,9 (2,1)	2,1 (3,0)	3,0 (3,0)
Union européenne	19	2,9 (2,8)	2,6 (2,6)	2,0 (2,2)	2,2 (2,1)
Japon	6	2,2 (2,2)	2,0 (2,6)	1,7 (1,9)	1,8 (1,8)
Chine et ENI ^c d'Asie	18	10,0 (9,8)	10,0 (9,3)	9,4 (9,0)	8,0 (8,2)
Autres pays	37	6,3 (6,2)	6,3 (5,9)	5,8 (5,7)	5,1 (5,3)
Ensemble du monde	100	5,4 (5,4)	5,2 (5,0)	4,8 (4,8)	4,5 (4,6)

- a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007
- b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour de juillet du Rapport sur la politique monétaire*.
- 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

La croissance économique reste forte en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie. Des pressions inflationnistes semblent se développer en Chine, où on observe une hausse des prix des produits de base tels que les aliments et l'énergie. Les autorités de ce pays ont pris des dispositions afin de contenir l'augmentation de la demande globale et des prix, mais la Banque suppose qu'elles en adopteront d'autres encore.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse et s'établissent à 1,9 % pour 2007 et à 2,1 % pour 2008, ce qui est nettement en deçà des taux de 2,1 % et de 3 % avancés dans la *Mise à jour* de juillet. L'économie devrait connaître une reprise en 2009. Le scénario de référence de la Banque suppose désormais un ralentissement plus prononcé et plus durable de la demande intérieure aux États-Unis. Des indicateurs plus récents laissent en effet entrevoir un recul plus marqué que prévu de l'activité dans le secteur résidentiel, ce qui aura pour effet d'amplifier et de prolonger l'ajustement des investissements dans ce domaine, comparativement aux projections antérieures. La faiblesse du secteur du logement devrait entraîner une diminution des autres dépenses de consommation, dont l'ampleur devrait toutefois être limitée quelque peu par la réduction des taux d'intérêt pratiquée dernièrement aux États-Unis. Parallèlement, l'incidence de la dépréciation cumulative du dollar américain en termes effectifs réels continuera de stimuler les exportations nettes, ce qui compensera en partie l'affaiblissement de la demande intérieure.

La croissance reste forte en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse pour 2007 et 2008.

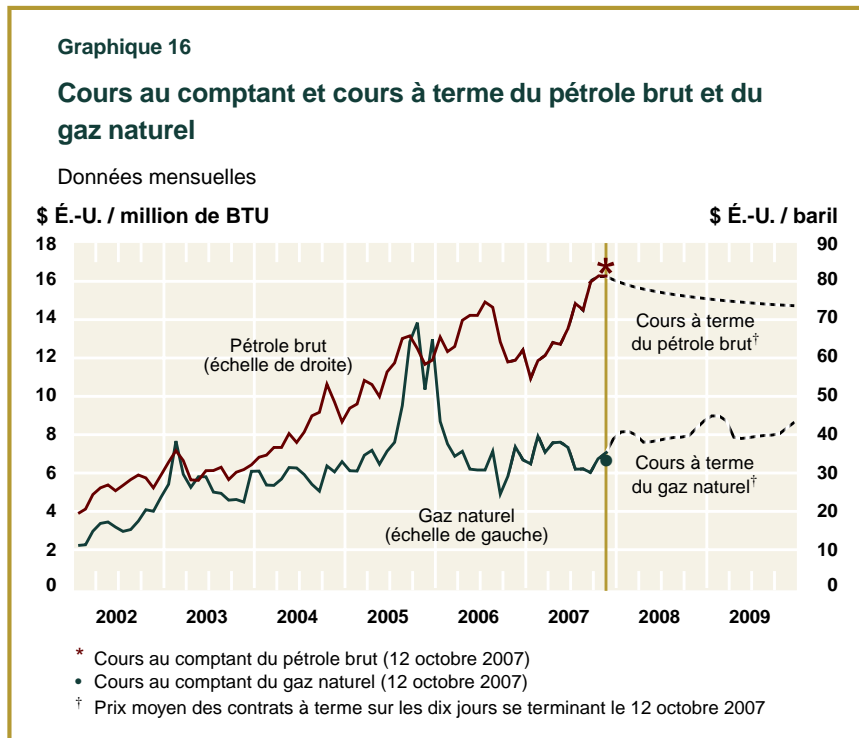
À la lumière des récentes révisions à la baisse des taux d'augmentation du PIB réel et de la productivité du travail observés par le passé aux États-Unis, la Banque a ramené à 2,8 % son estimation du taux d'accroissement de la production potentielle pour 2007, et à 2,6 % celui qu'elle postulait pour le reste de la période de projection. Elle prévoit par conséquent que l'offre excédentaire observée actuellement au sein de l'économie américaine sera résorbée d'ici la fin de 2009.

Les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés, même s'ils diminueront encore quelque peu.

Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir redescendra graduellement et s'établira aux alentours de 74 \$ É.-U. en 2009.

Compte tenu des perspectives de croissance mondiale, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier quelque peu au cours de la période de projection, tout en demeurant supérieur à celui anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. En particulier, l'offre de métaux augmentera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'escomptait antérieurement, mais on pense encore que les prix reculeront de nouveau légèrement par rapport au très haut niveau qu'ils avaient atteint au deuxième trimestre. On prévoit maintenant que les cours des céréales et des oléagineux seront plus élevés qu'on l'avait envisagé, tandis que les prix du bois d'œuvre devraient rester bas.

Les cours au comptant du pétrole brut et les prix des contrats à terme se sont inscrits en hausse depuis juillet (Graphique 16). On s'attend à ce que le prix du baril de pétrole brut se situe aux alentours de 80 dollars É.-U. jusqu'au début de 2008, puis redescende



pour avoisiner les 74 dollars É.-U. en 2009. En revanche, les cours à terme du gaz naturel sont inférieurs à ceux observés en juillet, surtout aux horizons courts.

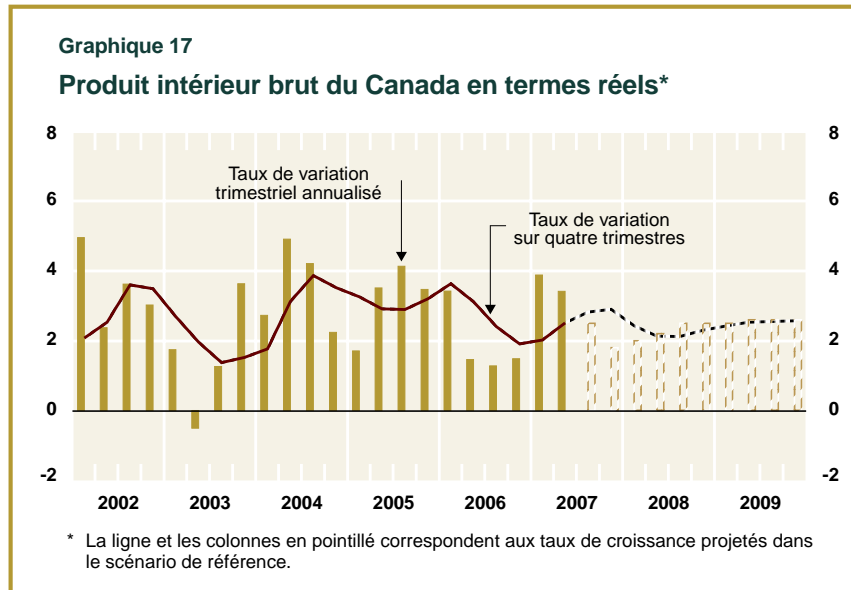
La demande et l'offre globales au Canada

Le scénario de référence actuel pour le Canada, comparé à celui qui est présenté dans la *Mise à jour* de juillet, prévoit un plus haut niveau d'activité économique au milieu de 2007, mais une expansion un peu moins forte au cours des deux semestres suivants (Tableau 2). La poursuite de l'augmentation vigoureuse des revenus, que favorisent les prix élevés des produits de base et la force des marchés du travail, devrait contribuer à un essor soutenu de la demande intérieure. Trois facteurs viendraient toutefois freiner la hausse du PIB, soit la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine, le niveau plus élevé postulé pour le huard et, dans une bien moindre mesure, les répercussions du léger resserrement des conditions du crédit. Le taux de croissance trimestriel devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 2 % durant le second semestre de 2007 et la première moitié de 2008, puis remonter à un niveau proche du rythme d'expansion de la capacité de production d'ici le début de 2009 (Graphique 17). Le taux d'accroissement annuel moyen du PIB devrait pour sa part se chiffrer à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.

La Banque prévoit que le PIB du Canada augmentera à un rythme de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009.

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel				
En points de pourcentage*				
	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)
Logement	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,2)	0,5 (0,6)	0,5 (0,6)	0,5 (0,4)
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	<i>4,4 (4,4)</i>	<i>3,4 (3,4)</i>	<i>3,2 (3,1)</i>	<i>3,1 (2,7)</i>
Exportations	0,3 (0,3)	0,5 (0,6)	0,2 (0,9)	0,4 (0,9)
Importations	-1,6 (-1,6)	-1,2 (-1,4)	-1,2 (-1,5)	-1,0 (-1,2)
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	<i>-1,3 (-1,3)</i>	<i>-0,7 (-0,8)</i>	<i>-1,0 (-0,6)</i>	<i>-0,6 (-0,3)</i>
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0 (0)
PIB	2,8 (2,8)	2,6 (2,5)	2,3 (2,6)	2,5 (2,4)

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



La progression de la demande intérieure finale devrait contribuer de façon importante à la croissance économique.

La progression de la demande intérieure finale devrait encore contribuer de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2007 ainsi qu'en 2008 et en 2009.

La Banque entrevoit une augmentation vigoureuse des dépenses de consommation pendant la période considérée, découlant de gains constants au chapitre du revenu réel disponible et de l'avoir net des ménages. Après avoir encore grimpé modérément, jusqu'à atteindre un niveau considérable cette année, les investissements dans le secteur du logement devraient, quant à eux, reculer légèrement en 2008. Le scénario de référence suppose en outre que le resserrement des conditions du crédit modérera les dépenses des ménages.

On s'attend également à ce que ce resserrement amène certaines entreprises à reporter à 2009 des dépenses d'investissement. Parmi les facteurs contribuant à l'essor continu des investissements privés figurent les pressions qui s'exercent sur la capacité de production, le niveau élevé des cours de nombreux produits de base, la forte rentabilité des entreprises et la solidité de leurs bilans, ainsi que la diminution des prix des machines et du matériel importés.

Le taux d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait s'établir en moyenne à un peu moins de 3 % jusqu'en 2009.

Les exportations nettes devraient brider la croissance plus que prévu dans la Mise à jour de juillet.

Alors qu'on prévoit une robuste montée des importations à l'horizon projeté, la croissance des exportations canadiennes devrait être faible, en raison du tassement anticipé de la demande intérieure aux États-Unis jusqu'à la fin de 2008 et du cours plus

élevé postulé pour le dollar canadien. En particulier, le resserrement des conditions du crédit sur le marché hypothécaire américain aura une incidence négative encore plus importante et prolongée sur la demande d'exportations canadiennes, surtout en ce qui concerne les matériaux de construction et les biens de consommation⁵. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient davantage freiner la croissance globale que ce qu'on envisageait en juillet.

En prenant pour hypothèse que la progression de l'offre de main-d'œuvre reculera d'environ 0,1 point de pourcentage par an par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé pour 2008 et que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité s'établira à 1 1/2 %, la Banque obtient un rythme d'expansion de la production potentielle de 2,8 % en 2008 et de 2,7 % en 2009 — taux identiques à ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet.

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production au début de la période de projection est légèrement supérieure à celle prévue en juillet. Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle supposent que l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009. Dans ce scénario de référence, le taux directeur reste inchangé. L'incidence de la détérioration des perspectives de l'économie américaine et du cours plus élevé postulé pour le dollar canadien, conjuguée au faible resserrement des conditions du crédit, compense largement la plus grande vigueur de la demande intérieure, et, par conséquent, l'équilibre entre la demande et l'offre globales devrait se rétablir un peu plus rapidement qu'on ne l'escomptait en juillet.

Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessus de 2 % jusqu'au milieu de 2008, puis qu'elle redescendra à 2 % au second semestre de l'an prochain et restera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les pressions exercées par la demande excédentaire devraient s'estomper graduellement en raison du ralentissement de l'activité économique, ce qui contribuera à modérer la hausse des prix des services. De plus, l'incidence de l'augmentation des prix des maisons sur l'inflation devrait diminuer. On s'attend

L'économie canadienne devrait continuer d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % au second semestre de 2008.

5. Dans son scénario de référence pour les États-Unis, la Banque prévoit une baisse des investissements réels dans le logement de quelque 15 % en 2007 et 11 % en 2008. En se fondant sur des modèles de forme réduite, elle estime que, toutes choses égales par ailleurs, ce recul devrait retrancher environ 0,4 point de pourcentage de la croissance du PIB réel au Canada cette année et 0,3 point de pourcentage l'année suivante (pour une analyse similaire, voir la Note technique 1 de la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*).

également à ce que l'appréciation du dollar canadien exerce une modeste pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation, de par le recul des prix à l'importation. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait donc retourner à la cible de 2 % un peu plus tôt qu'on ne l'envisageait dans la *Mise à jour* de juillet.

	2007				2008		2009
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	3,9 (3,7)	3,4 (2,8)	2,5 (2,7)	1,8 (2,6)	2,1 (2,6)	2,5 (2,4)	2,6 (2,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	2,5 (2,3)	2,8 (2,6)	2,9 (2,9)	2,3 (2,6)	2,2 (2,5)	2,5 (2,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,4 (2,4)	2,2 (2,3)	2,3 (2,2)	2,2 (2,2)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,2 (2,3)	2,2 (2,6)	3,0 (3,0)	2,7 (2,4)	1,9 (2,1)	2,0 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,7 (2,8)	2,3 (2,7)	3,0 (3,0)	2,7 (2,4)	1,9 (2,1)	2,0 (2,0)
WTI*** (niveau)	58 (58)	65 (65)	75 (71)	81 (71)	78 (72)	76 (73)	74 (73)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

** 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 12 octobre 2007.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global grimpe provisoirement aux alentours de 3 % à la fin de 2007, puis redescende à près de 2 % au second semestre de 2008.

Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la légère révision de la trajectoire projetée de l'inflation mesurée par l'indice de référence et les attentes concernant les prix de l'énergie. Le taux d'augmentation de l'IPC global sera un peu plus élevé au premier semestre de 2008 qu'on ne l'anticipait en juillet, compte tenu de la hausse des cours à terme du pétrole brut. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait grimper d'ici la fin de 2007, et s'établir à environ 3 % au quatrième trimestre, sous l'influence du repli des prix de l'essence survenu à la fin de 2006 et de l'ascension récente des cours au comptant et à terme du pétrole brut, encore que ce dernier effet

soit tempéré par l'appréciation du dollar canadien et le rétrécissement des marges observé récemment. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait ensuite redescendre près de la cible de 2 % au second semestre de 2008 et s'y maintenir jusqu'à la fin de la période projetée.

Les risques pesant sur les perspectives

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. En conséquence, un certain nombre des risques qui avaient été évoqués à l'époque se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien. Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu, ce qui accentuerait les pressions sur l'inflation. Ce risque pourrait provenir de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. La montée soutenue du revenu des ménages, l'accélération de la croissance des crédits qui leur sont accordés et des agrégats monétaires au sens large, ainsi que la vigueur continue des prix des maisons laissent tous entrevoir le risque d'un nouvel essor de la dépense des ménages. Une augmentation plus faible de la productivité du travail se traduirait par une croissance de la production potentielle moins élevée que ne le prévoit le scénario de référence et, du même coup, par une intensification des pressions à la hausse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation.

Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents É.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation au pays seraient plus faibles. En outre, l'incidence sur la demande de biens et de services canadiens de l'appréciation cumulative du dollar pourrait se révéler plus importante qu'escompté, compte tenu de l'ajustement considérable que celle-ci implique pour l'économie du pays. Les prix des biens de consommation pourraient être plus bas que projeté si, du fait de pressions concurrentielles, la hausse du dollar canadien en vient à se répercuter davantage sur les prix intérieurs. Il existe aussi une possibilité que l'atonie plus prononcée du secteur du

Le principal risque à la hausse est lié à la persistance de la demande excédentaire au sein de l'économie.

Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que le taux de change du dollar canadien se maintienne au-dessus du niveau moyen pris pour hypothèse.

Les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

logement aux États-Unis freine la consommation plus qu'on ne s'y attend, et réduit encore la demande d'exportations canadiennes dans ce pays.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

L'évolution future et les conséquences économiques de la situation sur les marchés financiers internationaux représentent une source d'incertitude entachant les perspectives. Il subsiste également une faible probabilité que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas de façon ordonnée.

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 : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca