



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 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

— Avril 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.*

Au début des années 1990, la Banque a décidé de réaliser la stabilité des prix en ciblant directement l'inflation. [...] Ce régime de cibles d'inflation a si bien fonctionné qu'il a été reconduit à quatre reprises, plus récemment vers la fin de 2006. C'est pourquoi nous continuerons à viser le maintien de l'inflation à 2 % [...] au cours des cinq prochaines années.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
8 mars 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. . .	16
3. L'évolution financière	19
Les taux directeurs et les taux de change. . . .	19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière	21
4. Les perspectives	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada. . .	27
Les perspectives en matière d'inflation	32
Les risques pesant sur les perspectives	33
Notes techniques	
1. L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada	11
2. L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada	22
3. L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail	30

1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de la croissance économique au Canada concorde pour l'essentiel avec les prévisions présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque. Cependant, l'inflation a été plus élevée qu'escompté parce que les pressions qui se sont exercées sur la capacité de production au cours de la dernière année ont été plus vives qu'on ne l'avait jugé et que l'augmentation récente des prix des aliments et de l'essence a dépassé les projections. Après avoir examiné l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de cette année.

La forte demande intérieure continue de soutenir la progression de l'économie canadienne, et l'on a aussi observé une expansion supérieure aux prévisions en dehors de l'Amérique du Nord, qui a poussé la demande et les prix de nombreux produits de base à la hausse. Toutefois, la baisse de régime aux États-Unis a eu pour effet de modérer la croissance au Canada.

Au cours de la période de projection, la demande intérieure devrait demeurer vigoureuse, quoique dans une moindre mesure que ces dernières années. Comme on s'attend maintenant à ce que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les exportations nettes devraient brider la croissance de façon légèrement accrue en 2007. Somme toute, la Banque estime que l'économie canadienne croîtra moins rapidement que la production potentielle en 2007 et au même rythme que celle-ci tout au long de 2008 et de 2009.

Si, comme on le prévoit, la demande excédentaire au sein de l'économie se résorbe au second semestre de l'année et que les pressions sur les prix des logements continuent de s'atténuer, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à 2 % d'ici la fin de 2007 et s'y maintenir au cours de la période de projection. Si l'évolution des prix de l'énergie se révèle conforme aux cours actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'indice global des prix à la consommation devrait s'établir, en moyenne, tout juste au-dessous de 2 % au deuxième trimestre de 2007 avant de passer au-dessus de la cible de 2 % et de culminer sous les 3 % vers la fin de l'année. Elle devrait ensuite redescendre à la cible d'ici le milieu de 2008.

Le risque à la hausse entourant la projection de la Banque relative à l'inflation est lié au fait que la vigueur affichée récemment par cette dernière pourrait être plus persistante que prévu. Les

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 24 avril 2007.

pressions sur la capacité pourraient être plus fortes et durer plus longtemps que ce à quoi on s'attend actuellement. La robustesse de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large laisse encore voir un risque à la hausse. En outre, la pression à la baisse exercée sur l'inflation par les prix des biens importés pourrait s'atténuer plus rapidement qu'on ne l'anticipe, et les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient intensifier les pressions à la hausse sur l'inflation.

Le risque à la baisse lié à la projection de la Banque en matière d'inflation tient toujours à la possibilité d'un ralentissement de l'économie américaine plus prononcé que celui qui est déjà incorporé au scénario de référence de l'institution.

La Banque considère encore que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

La Banque a laissé son taux directeur inchangé à 4,25 % le 6 mars et le 24 avril. 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

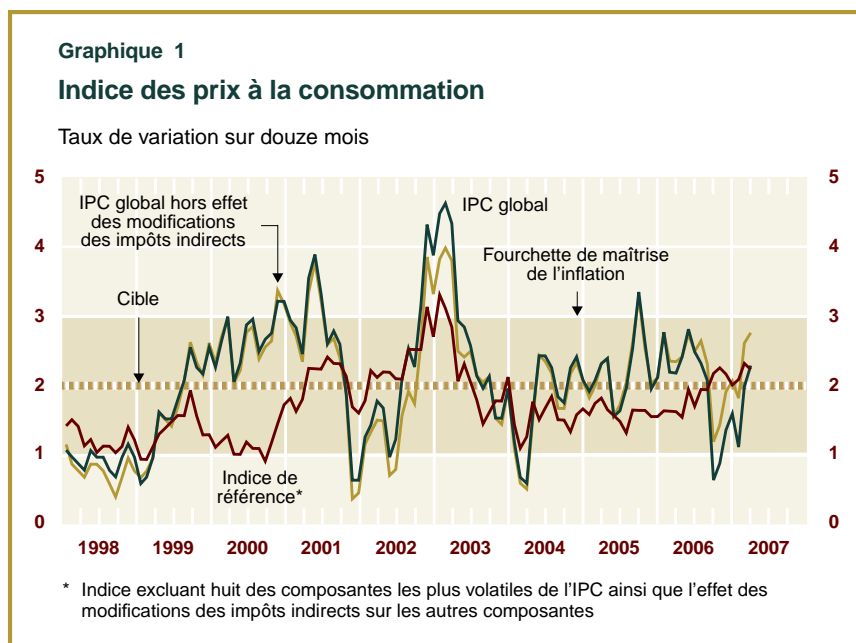
L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été supérieur au chiffre avancé dans la *Mise à jour* de janvier, passant de 1,3 % au dernier trimestre de 2006 à 1,9 % au premier trimestre de 2007. Si l'on exclut l'incidence des variations des impôts indirects, le rythme d'accroissement de cet indice se situait à 2,4 % au premier trimestre. Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est inscrite en hausse et s'est établie à 2,3 % au cours de la même période (Graphique 1), soit un niveau également un peu plus élevé que prévu¹.

L'inflation mesurée par l'indice de référence monte depuis le printemps de 2006. Les pressions sur la capacité résultant de la forte demande intérieure ont contribué à accentuer les pressions inflationnistes, notamment sur les prix de composantes comme les services liés au logement et, dans une moindre mesure, des services autres que ceux liés au logement². En outre, on a observé une

L'inflation mesurée par l'IPC est montée à 1,9 % au premier trimestre de 2007...

... taux qui était supérieur aux prévisions.



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. Il convient de souligner qu'on ne tient pas compte de l'effet des modifications des impôts indirects dans l'analyse des variations des composantes de l'indice de référence.

légère diminution de la pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence découlant de la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (tels que les vêtements et les biens durables autres que les automobiles).

Outre la hausse plus forte que prévu des prix de plusieurs composantes de l'indice de référence...

Au premier trimestre de 2007, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des logements a baissé un peu plus qu'on ne l'avait envisagé au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Cependant, ce mouvement a été plus que compensé par le renchérissement supérieur aux attentes de plusieurs autres composantes de l'indice de référence. En particulier, le bond récent des cours des céréales et des oléagineux, causé en partie par l'ascension persistante de la demande de biocarburants, a fait augmenter les prix des aliments inclus dans cet indice. Les prix des vêtements importés, des biens durables autres que les automobiles et des services hors logement qui composent l'indice de référence ont aussi connu des hausses plus importantes qu'escompté.

... les prix de composantes plus volatiles ont augmenté de façon inattendue.

Le taux d'augmentation plus élevé que prévu de l'IPC global au premier trimestre de 2007 s'explique à la fois par le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections et par la montée des prix de certaines des composantes plus volatiles. Les prix des fruits et des légumes ont grimpé de manière inattendue à la suite de la baisse de l'offre en Amérique du Nord occasionnée par les conditions météorologiques. L'essence s'est vendue plus cher que projeté, notamment en raison des interruptions provisoires de production chez les raffineurs de pétrole, mais aussi du relèvement des cours du brut.

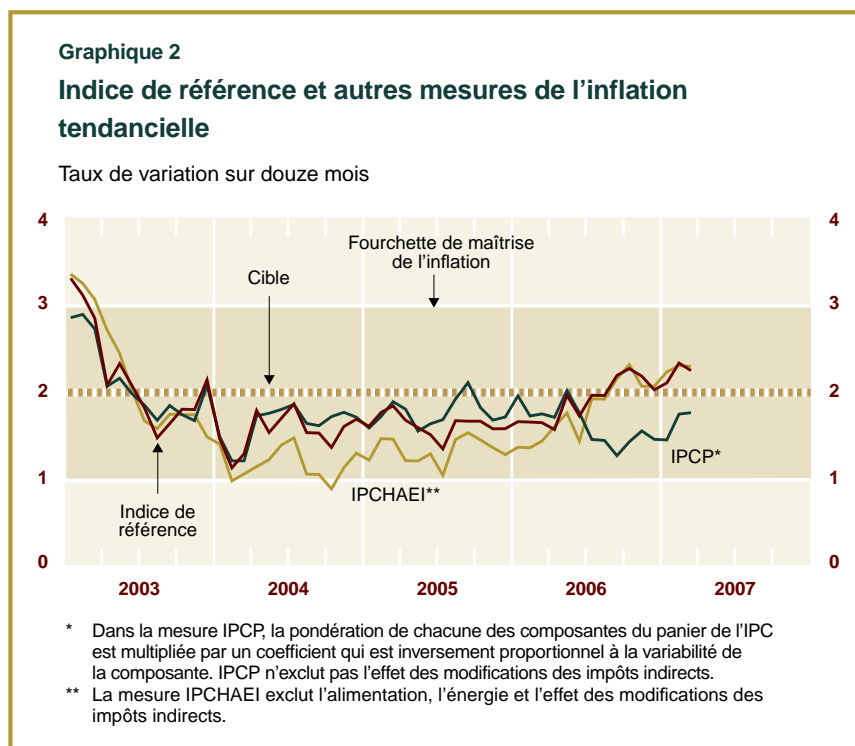
L'inflation fondamentale se situe légèrement au-dessus de 2 %.

Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque ont également dépassé 2 %, une fois écarté l'effet des variations des impôts indirects (Graphique 2)³.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme restent très près de 2 %.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme demeurent aux alentours de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, 88 % 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. Étant donné la baisse temporaire de l'inflation mesurée par l'IPC qu'a entraînée la réduction de la TPS, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit légèrement en dessous de 2 %, tandis que les taux prévus à long terme restent très près de 2 %.

3. À noter que la mesure IPCP est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Exclure cet effet ferait passer le taux de variation d'IPCP au-dessus de 2 %.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

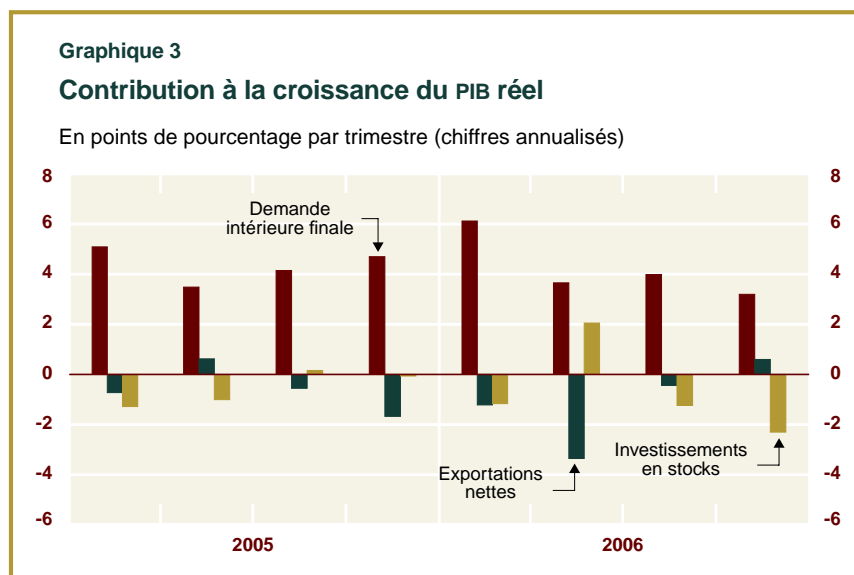
La croissance du PIB réel du Canada a fléchi quelque peu au second semestre de 2006, s'établissant à 2,0 % au troisième trimestre et à 1,4 % au trimestre suivant. Le chiffre du quatrième trimestre approchait de très près l'estimation de 1,5 % indiquée dans la *Mise à jour* de janvier⁴, le repli des investissements en stocks ayant donné un coup de frein à l'activité (Graphique 3). La correction des stocks paraît s'être largement achevée à la fin de 2006. D'après les données disponibles actuellement, le PIB réel aurait augmenté d'environ 2,5 % au premier trimestre de 2007, ce qui avoisine la cadence de 2,4 % envisagée en janvier.

Bien que son rythme de croissance ait ralenti depuis le milieu de 2006 par rapport au solide taux enregistré durant les six premiers mois, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB. Les entreprises ont encore fortement haussé leurs dépenses d'investissement, grâce à la rentabilité globale relativement élevée qu'elles affichent, aux reculs précédents des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'au maintien de

Comme prévu, la croissance du PIB réel du Canada s'est encore ralentie au quatrième trimestre de 2006.

Bien qu'elle se soit tassée un peu depuis le milieu de 2006, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la progression du PIB.

4. Le niveau du PIB réel dépassait quelque peu les projections en raison d'une légère révision à la hausse des chiffres de la croissance au troisième trimestre.



conditions de financement favorables. Sous l'effet de la vive montée de l'emploi, le revenu disponible réel des particuliers a poursuivi sa progression – tout comme, par ailleurs, l'avoir net des ménages et les crédits aux ménages –, ce qui a contribué à soutenir la vigueur des dépenses de consommation. À l'inverse, le taux d'accroissement des dépenses publiques en biens et services a considérablement diminué. Pour sa part, la construction résidentielle a reculé comme prévu.

Les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont considérablement contractés...

La baisse de régime de l'économie américaine a continué de peser sur l'activité au Canada. En particulier, le faible niveau des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis a entraîné d'importantes réductions de production au sein de l'industrie canadienne. Par conséquent, les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont nettement contractés, surtout au quatrième trimestre de 2006. En outre, la poursuite du repli marqué des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis a donné lieu à une baisse des exportations canadiennes de bois d'œuvre et, dans une moindre mesure, d'autres matériaux de construction (voir la note technique 1).

... tandis que les exportations se sont redressées au second semestre de 2006.

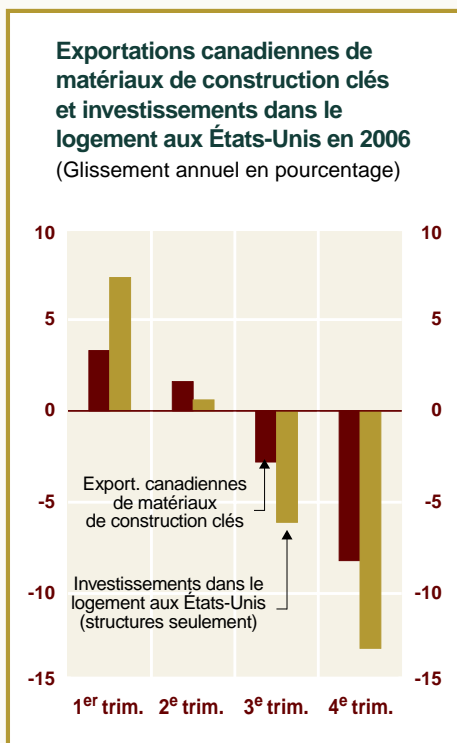
Malgré tout, les exportations totales du Canada se sont redressées au second semestre de 2006. Celles de machines et de matériel, de métaux et de minéraux ainsi que de produits de l'agriculture et de la pêche se sont toutes fortement améliorées après le milieu de l'an dernier. Parallèlement, après s'être encore vivement accrues au troisième trimestre de 2006, les importations ont fléchi vers la fin de l'année et au début de 2007, en partie sous l'effet de la contraction des investissements en stocks des entreprises canadiennes.

Note technique 1

L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada

Après plusieurs années de croissance rapide des ventes, de forte hausse des prix et d'essor de la construction, le secteur du logement aux États-Unis a amorcé une contraction en 2006. La baisse des ventes de maisons neuves et existantes survenue en début d'année a provoqué un brusque gonflement des stocks d'unités invendues. Par conséquent, les constructeurs ont freiné les mises en chantier, ce qui s'est traduit par une chute de 13 % des investissements réels dans la construction résidentielle au cours des quatre trimestres de 2006. Les données récentes laissent entrevoir une nouvelle réduction de ces investissements. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un recul supplémentaire de 12 % en 2007, qui sera concentré aux deux premiers trimestres. Elle s'attend toutefois à ce que le stock de maisons neuves invendues retourne à sa moyenne de long terme au premier semestre de 2008 et à ce que les mises en chantier se redressent par la suite¹.

Les exportations canadiennes – en particulier celles de produits du bois – ont souffert de la baisse des investissements dans le logement observée aux États-Unis en 2006, car les matériaux de construction qu'on y utilise ont une teneur canadienne très élevée par rapport aux autres biens. Cependant, il ne faut pas oublier l'incidence qu'ont pu aussi avoir les variations de la compétitivité relative du Canada, les mouvements des prix et des stocks et certains facteurs propres au secteur du bâtiment, dont l'accord sur le bois d'œuvre conclu en octobre 2006. Malgré le haut degré d'incertitude lié à ces facteurs, entre autres, les analyses de la Banque portent à croire que la diminution anticipée de 12 %, en 2007, des investissements dans le secteur résidentiel américain pourrait entraîner une nouvelle chute de quelque 13 % en glissement annuel du volume des exportations canadiennes de produits de construction² d'ici le quatrième trimestre. Pareil recul retrancherait environ 0,3 point de pourcentage à la croissance du PIB réel du Canada en 2007. Si le repli dans le secteur du logement influe de manière significative sur les dépenses de consommation aux États-Unis, d'autres produits d'exportation seront également touchés, et l'effet sur le PIB canadien sera plus marqué.



Exportations canadiennes de matériaux de construction clés au 4^e trimestre de 2006
(En dollars de 1997)

	Glissement annuel en pourcentage	Contribution à la croissance des exportations de matériaux de construction clés (en points de pourcentage)
Total	-8,2	
Produits du bois	-17,2	-7,6
Autres	-1,1	-0,6
Minéraux non métalliques	-0,7	-0,1
Métaux	-2,7	-0,6
Caoutchouc et plastiques	0,2	0,0

1. Un autre facteur à surveiller est la montée récente des taux d'arriérés et de défaillance sur les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, ainsi que l'augmentation du nombre des mises en vente qui en résultera. Bien que les répercussions macroéconomiques de ce facteur semblent limitées pour l'instant, les bailleurs de fonds pourraient décider de resserrer l'accès aux prêts hypothécaires, ce qui risquerait de nuire à la reprise du marché du logement.

2. La mesure des exportations canadiennes de matériaux de construction clés englobe des composantes très sensibles à l'évolution des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis, mais aussi des produits pouvant être utilisés dans d'autres secteurs de l'économie américaine ou mondiale.

L'offre globale

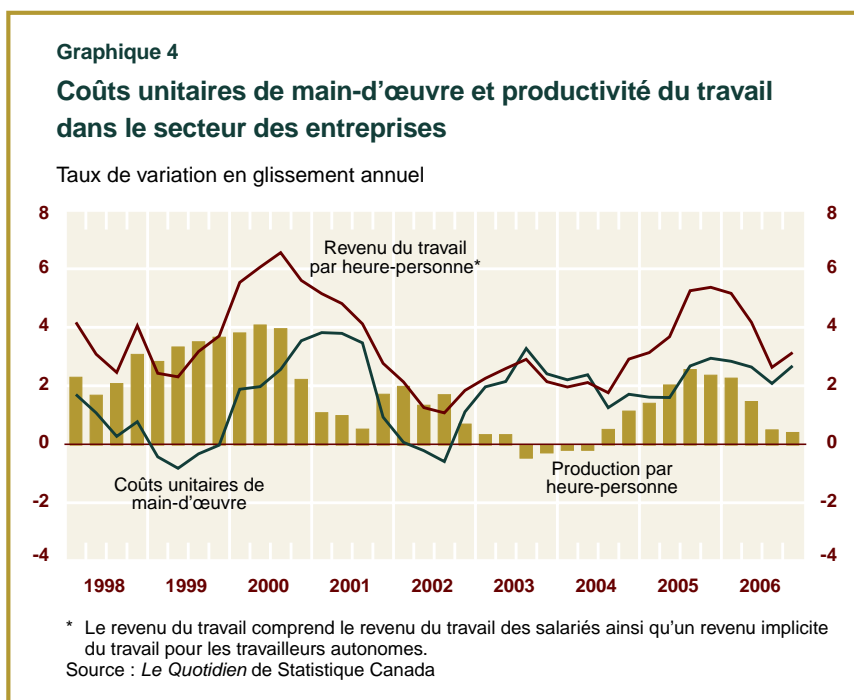
La croissance du facteur travail a dépassé les attentes...

Au cours des dernières années, la croissance de la production a été essentiellement alimentée par la hausse du facteur travail (mesurée en fonction du nombre d'heures travaillées), plutôt que par les gains de productivité du travail. De 2004 à 2006, l'augmentation moyenne des heures travaillées dans le secteur des entreprises s'est chiffrée annuellement aux alentours de 1,8 %, soit largement au-delà des attentes. Ce résultat s'explique en majeure partie par l'élargissement de la population en âge de travailler. Au quatrième trimestre de 2006, le nombre d'heures travaillées a encore progressé sensiblement, son taux d'expansion annualisé s'étant chiffré à 1,8 %.

... alors que la hausse de la productivité du travail a été plus faible que prévu.

La productivité du travail dans le secteur des entreprises s'est accrue à un rythme annuel moyen de l'ordre de 1,2 % pendant la période de 2004 à 2006, ce qui représente une diminution comparativement au taux de 2,3 % enregistré entre 1996 et 2000. Les nombreux ajustements structurels entamés au sein de l'économie canadienne pour faire face à la concurrence mondiale grandissante et à la demande accrue de produits de base, laquelle a fait bondir les prix de ces produits et la valeur du dollar canadien pondérée en fonction des échanges commerciaux, pourraient avoir joué un rôle dans le ralentissement de la croissance de la productivité. En particulier, la main-d'œuvre et le capital migrent vers les secteurs de l'exploitation des matières premières ainsi que des biens et services non échangeables. Durant la période de transition, on peut raisonnablement s'attendre à ce que le capital et la main-d'œuvre soient un peu moins productifs. Par ailleurs, le redressement des cours des matières premières stimule la production de ressources dont l'extraction est plus difficile et coûteuse, ce qui bride la productivité dans ces secteurs.

La croissance de la productivité a été particulièrement lente au second semestre de 2006, la productivité mesurée ayant enregistré un gain de seulement 0,4 % au quatrième trimestre par rapport à l'année précédente (Graphique 4). Outre les facteurs mentionnés ci-dessus, cette faiblesse serait également en partie attribuable à des facteurs cycliques, notamment la correction des stocks et la léthargie plus généralisée qui sévit dans le secteur manufacturier. De plus, la productivité du secteur des services demeure inférieure aux attentes. Somme toute, l'atonie de la productivité globale reste difficile à expliquer, surtout à la lumière de la vigueur récente des investissements.



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 tendancielle et cycliques. En se fondant sur ses mesures économétriques habituelles, la Banque estime actuellement que le taux d'accroissement moyen de la production potentielle s'est élevé à 2,6 % pour la période de 2004 à 2006, soit légèrement en deçà du taux de 2,8 à 3 % qui avait été prévu dans les projections de croissance de la production potentielle au cours de cette période. Ce ralentissement du rythme de progression de la production potentielle ces dernières années est pour une bonne part lié à la faiblesse de l'expansion de la productivité du travail, qui a neutralisé amplement la hausse plus importante qu'escompté du facteur travail.

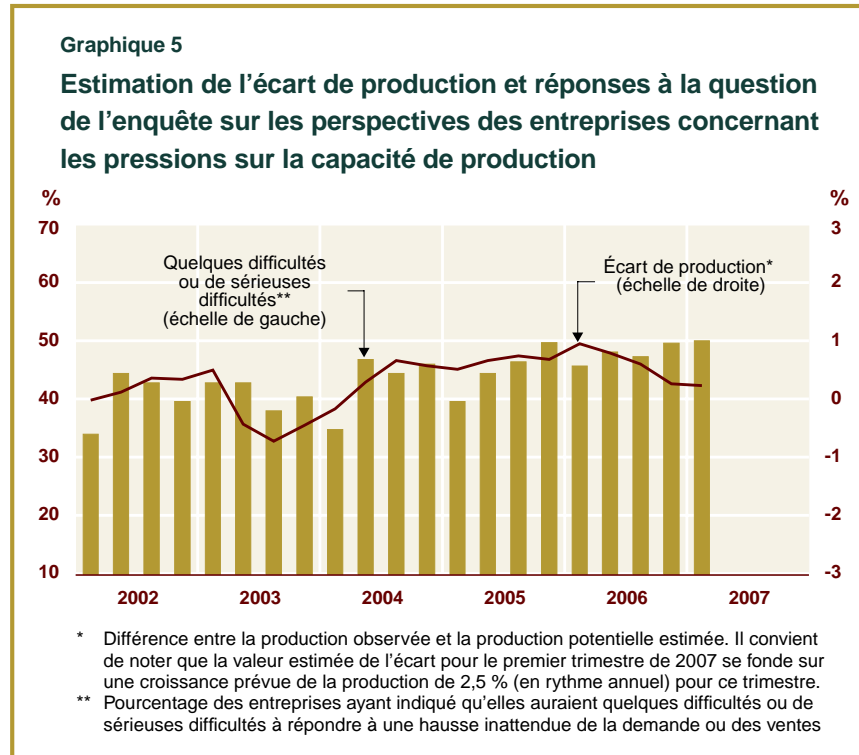
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Plusieurs indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent encore à penser que la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire. D'après l'information recueillie par les bureaux régionaux de la Banque dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, la proportion de firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande reste au-dessus de la moyenne (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population, en mars 2007, était à son plus haut niveau des

On estime maintenant à 2,6 % le rythme d'expansion moyen de la production potentielle pour la période de 2004 à 2006.

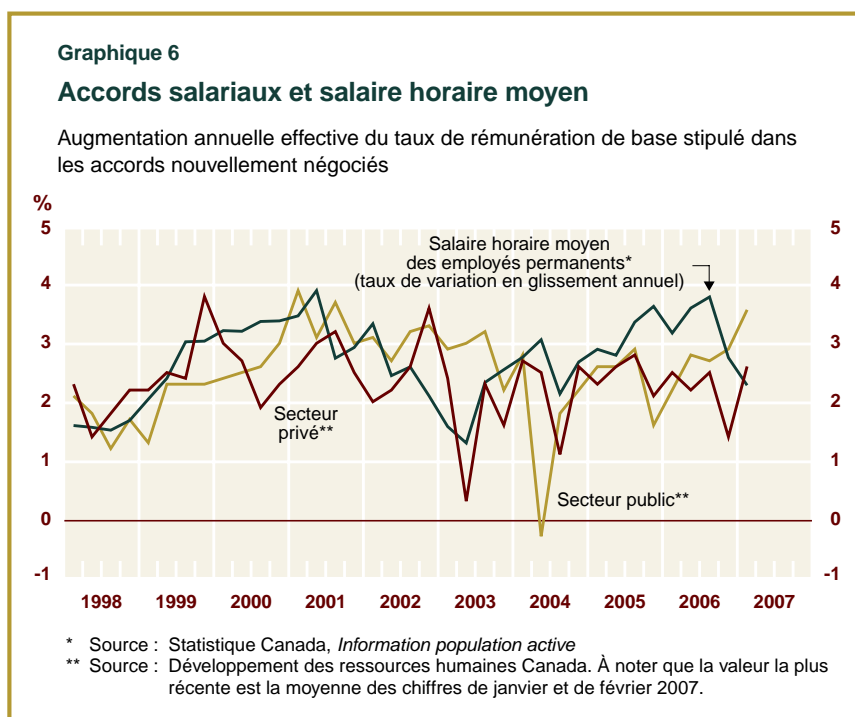
Selon certains indicateurs, la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire...

31 dernières années, tandis que le taux de chômage, en février et en mars, atteignait son minimum pour la même période. Selon la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, et qui est caractérisée par un fort degré d'incertitude, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,2 % sa capacité au premier trimestre de 2007 (Graphique 5), soit à un régime légèrement supérieur aux prévisions annoncées dans la *Mise à jour* de janvier⁵.



Par ailleurs, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie, en moyenne, à un peu plus de 2 % depuis septembre 2006 conforte l'opinion selon laquelle l'économie fonctionne un peu au-dessus de sa capacité de production.

5. Cette variation est due à la légère révision à la baisse de la mesure dont la Banque se sert habituellement pour établir la capacité de production, de sorte que le taux estimé de la production potentielle, au dernier trimestre de 2006, est inférieur d'environ 0,1 % à l'estimation précédente. Comme on l'a signalé à la section précédente, ce rajustement à la baisse du niveau estimé de la capacité de l'économie découle de la faiblesse persistante de la croissance de la productivité du travail, qui n'a pas été entièrement compensée par le dynamisme observé du facteur travail.



Cependant, d'autres indicateurs laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque parus ce printemps, la proportion des firmes signalant des pénuries de main-d'œuvre demeure autour de la moyenne historique, en dépit d'une certaine progression par rapport à l'enquête précédente. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état de pressions inférieures à la moyenne sur l'appareil de production à compter du quatrième trimestre de 2006.

... alors que d'autres indicateurs laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre.

Le taux d'augmentation global sous-jacent des salaires (selon la variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada) a chuté et se situe entre 2 1/4 et 3 % depuis le troisième trimestre de 2006 (Graphique 6). De même, le rythme de croissance sur un an d'un autre indicateur de l'évolution des salaires – soit la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada – a aussi faibli pour s'établir tout juste au-dessus de 3 % au quatrième trimestre de 2006 (Graphique 4)⁶.

6. La réduction marquée des augmentations salariales annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au quatrième trimestre de 2006 est principalement due aux accords négociés dans le secteur du commerce de détail.

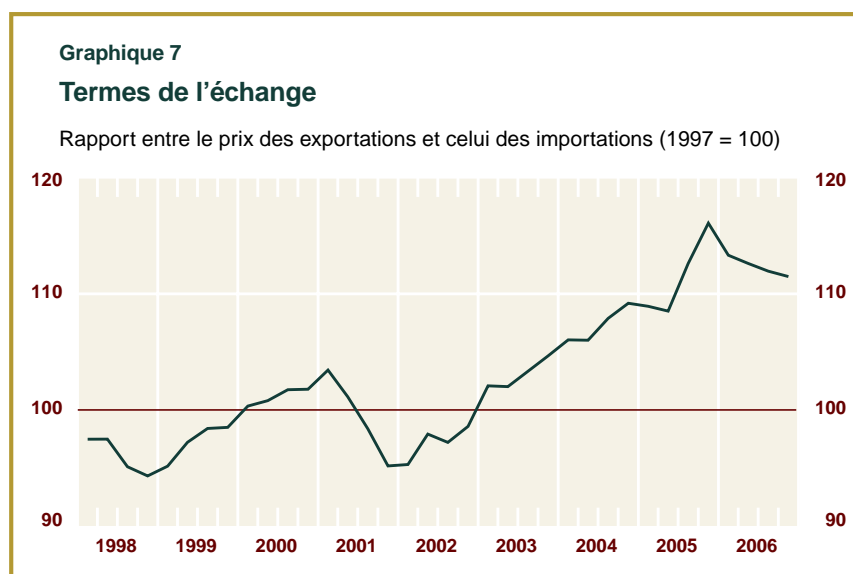
Compte tenu des très faibles gains de productivité observés, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre de 2006 a été de 2,7 % en glissement annuel. Les hausses récentes des salaires se situant entre 2 1/4 et 3 % et le rythme tendanciel de progression de la productivité étant estimé à environ 1 % en 2006, le taux d'accroissement sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre semble avoir été moindre, soit tout juste inférieur à 2 %.

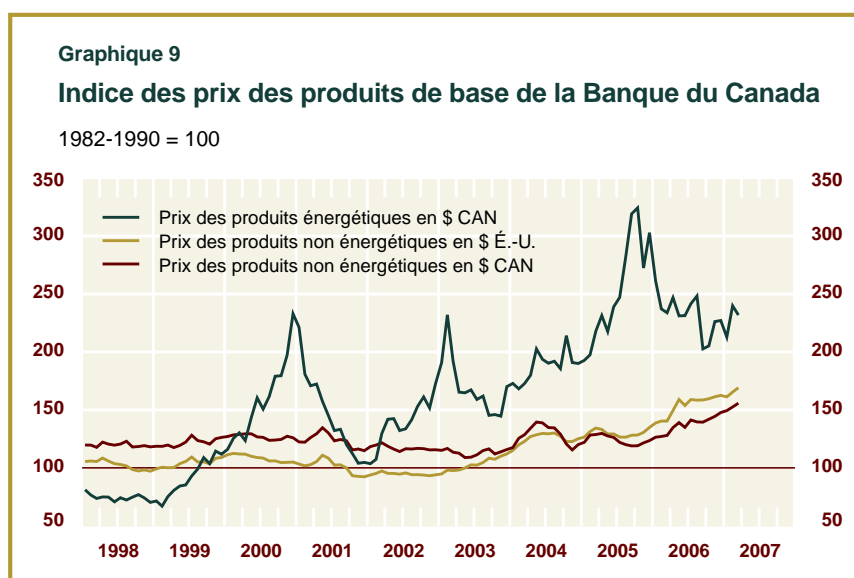
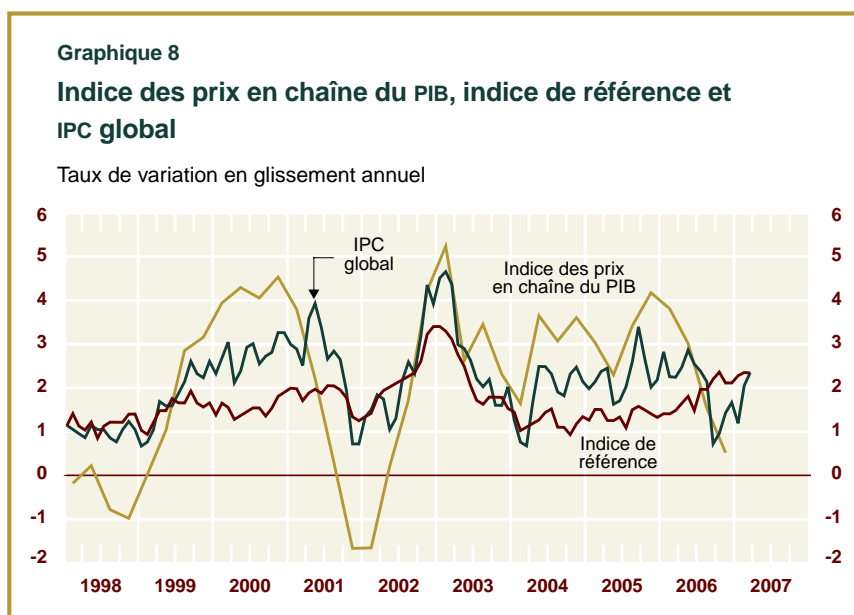
Le Conseil de direction considère que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

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 un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

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

Les termes de l'échange du Canada ont connu une autre réduction pendant la seconde moitié de 2006, à cause du léger recul des prix des produits de base énergétiques après le milieu de l'année (Graphique 7). 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 3,0 % au deuxième trimestre de 2006 à 0,5 % au quatrième trimestre (Graphique 8). Le ralentissement de la croissance annuelle du PIB nominal s'est donc accentué, celui-ci n'ayant augmenté que de 2,8 % pendant l'année achevée au dernier trimestre de 2006.





La croissance de la demande mondiale de produits de base continue d'être soutenue par la vitalité de l'économie du globe, particulièrement des économies de marché émergentes, à commencer par la Chine et l'Inde. Ce dynamisme, combiné aux retards qu'ont accusés plusieurs projets d'envergure visant à accroître l'offre sur le marché, a entraîné d'autres augmentations des cours mondiaux de nombreux produits de base non énergétiques depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 9).

Les prix des produits de base non énergétiques continuent d'augmenter depuis la mi-janvier...

*... tout comme le cours
du pétrole brut.*

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à quelque 53 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, s'est chiffré en moyenne à 63 dollars É.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 20 avril 2007. Ce renchérissement est principalement dû à la reprise de la demande en Amérique du Nord, par suite du retour de conditions climatiques hivernales plus proches de la normale, ainsi qu'à une légère hausse de l'incertitude géopolitique. Les prix du gaz naturel ont aussi un peu monté par rapport à leur niveau de janvier.

Ce récent relèvement des cours de la plupart des produits de base devrait donner lieu à une amélioration des termes de l'échange du Canada tôt en 2007 et donc à une expansion un peu plus vive du PIB nominal. Cette progression plus rapide du revenu nominal devrait contribuer à son tour à stimuler la hausse des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques à court terme.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

L'économie mondiale est encore marquée par des niveaux élevés d'épargne souhaitée comparativement aux investissements désirés. Ce facteur a contribué à créer un contexte financier caractérisé par de bas taux d'intérêt à long terme et par une forte propension des investisseurs à prendre des risques, comme en témoigne l'étroitesse des écarts de risque. Par ailleurs, les marchés boursiers et les émissions de titres de dette ont connu un vif essor à l'échelle internationale. En février et mars, de nombreux marchés ont vu à la fois leur volatilité et leurs primes de risque augmenter, mais depuis, celles-ci sont en grande partie revenues à leurs niveaux antérieurs, historiquement bas. La principale exception est le marché américain des prêts hypothécaires à risque, où certaines difficultés persistent et où une nouvelle détérioration de la situation n'est pas à exclure.

Les taux directeurs et les taux de change

Au Canada et aux États-Unis, les taux directeurs sont inchangés depuis le milieu de 2006 (Graphique 10). Les taux d'intérêt à court terme chez nos voisins du sud reflètent les anticipations d'une légère baisse du taux des fonds fédéraux dans la deuxième moitié de 2007. Au Canada, les attentes des marchés qui ressortent des taux d'intérêt à court terme n'impliquent aucune modification du taux directeur cette année.

Face au dynamisme soutenu de leurs économies, plusieurs banques centrales, dont celles de l'Angleterre, de l'Union européenne et du Japon, ont continué de relever leurs taux directeurs depuis le début de l'année. Les marchés financiers s'attendent à ce que ces institutions resserrent encore leur politique monétaire pendant le reste de 2007 et au début de 2008.

Au premier trimestre de 2007, le cours du dollar canadien a évolué à l'intérieur de la fourchette d'environ 84,5 à 87,5 cents É.-U. supposée dans la projection dont faisait état la *Mise à jour* de janvier (Graphique 11). Il dépasse toutefois cette fourchette depuis le début d'avril, et ce, en raison de plusieurs facteurs, dont le renchérissement des produits de base et la publication de données économiques relativement plus favorables au Canada qu'aux États-Unis.

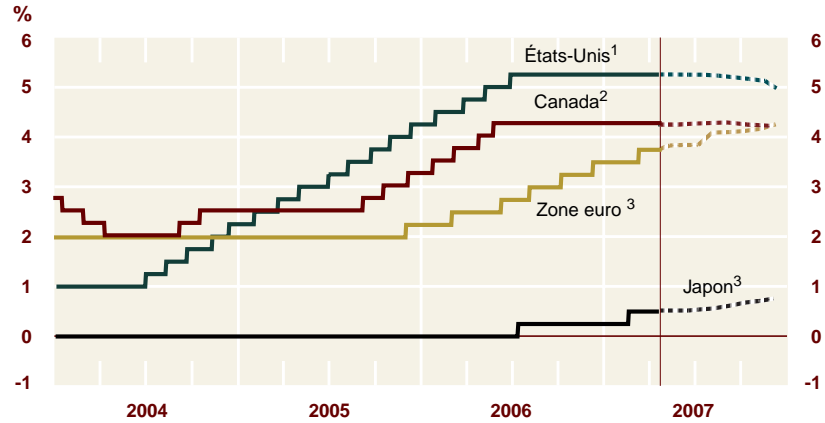
Au Canada, les marchés financiers ne s'attendent à aucune modification du taux directeur en 2007.

La vigueur récente du dollar canadien tient à plusieurs facteurs.

Graphique 10

Taux directeurs et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



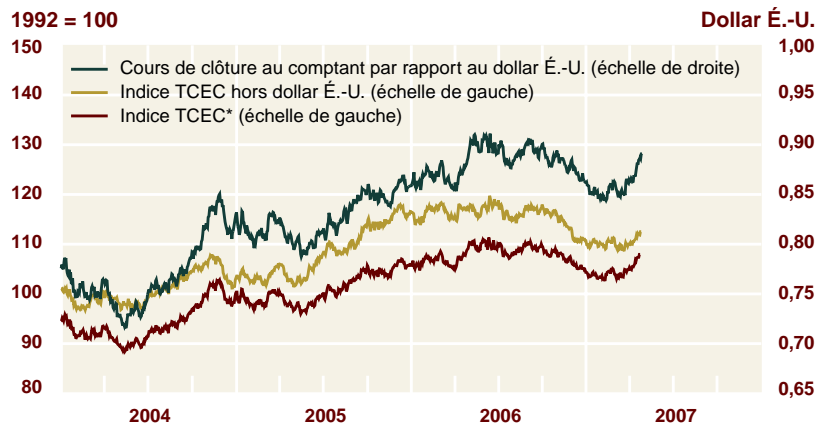
* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt à terme implicites sur le marché des fonds à un jour. Aucune correction n'a été apportée en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme américains sont fondés sur les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux.
2. Les taux à terme canadiens sont basés sur le rendement des acceptations bancaires et des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BAX).
3. Les taux à terme 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 11

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



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

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

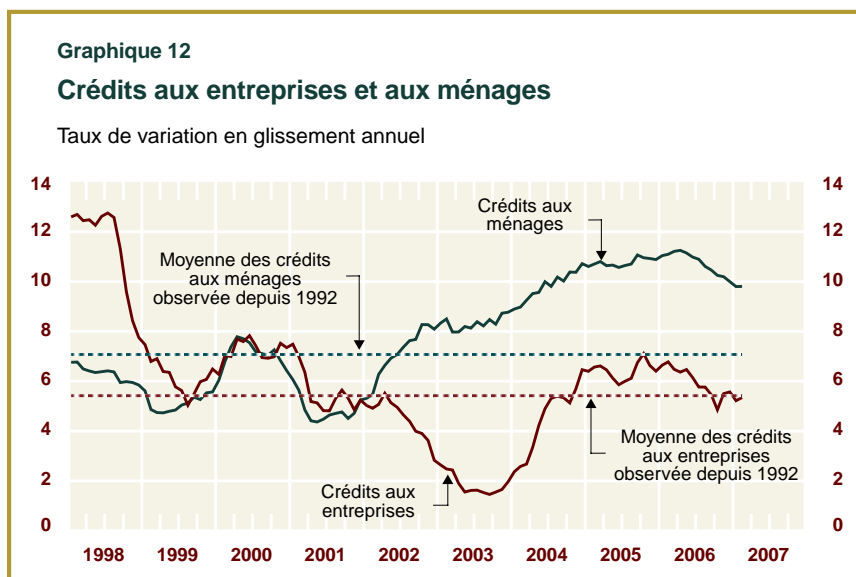
La rentabilité des entreprises au Canada demeure robuste. Les bilans des sociétés non financières du pays continuent de s'améliorer, grâce à des bénéfices en hausse. Le secteur financier a aussi enregistré des profits considérables depuis la publication du *Rapport* d'octobre.

Dans ce contexte, les conditions du crédit aux entreprises restent souples (Graphique 12). Malgré leurs bénéfices élevés, qui ont contenu la demande de crédit, les entreprises ont vu leurs emprunts progresser depuis janvier à une cadence proche de la moyenne historique, ce qui s'explique en partie par des besoins accrus de financement à court terme liés aux fusions et acquisitions ainsi qu'à de solides dépenses d'investissement. Les perspectives favorables concernant l'économie mondiale contribueront sans doute à la forte rentabilité des entreprises canadiennes. Dans la mesure où les écarts de crédit restent faibles, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement du crédit à l'appui de leurs investissements.

La croissance du crédit aux ménages se poursuit à un rythme bien supérieur à la moyenne historique (Graphique 12), en raison notamment de l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Le renchérissement des maisons a eu pour effet d'accroître l'avoir net des ménages et de favoriser l'accès à un crédit moins coûteux. Le volume total des nouveaux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés a triplé depuis 2001 (Note technique 2), ce qui a concouru à la vigueur des dépenses des

Les conditions du crédit aux entreprises restent souples.

Grâce à leur bonne santé financière et à la hausse des prix des maisons, les ménages peuvent emprunter pour financer leurs dépenses.

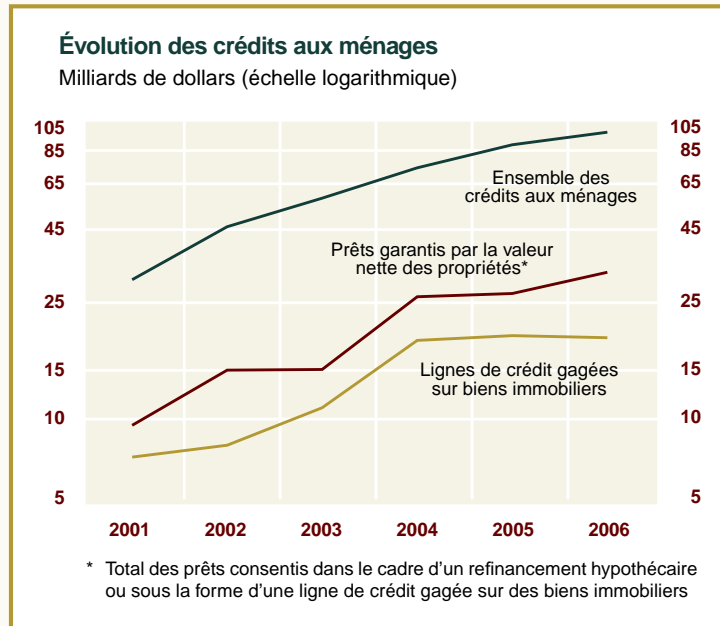


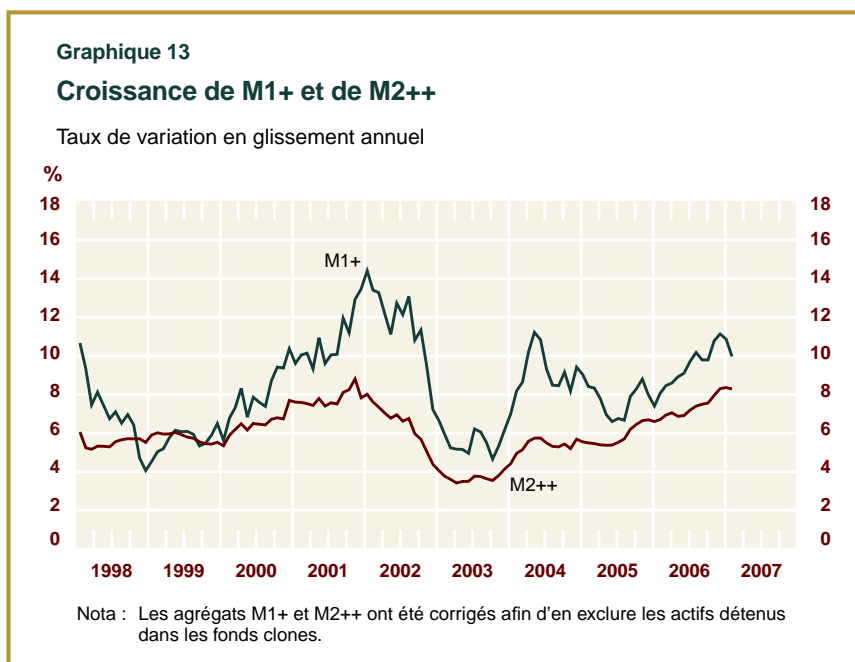
Note technique 2

L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada

Les propriétaires peuvent tirer parti des hausses de la valeur nette de leurs logements pour augmenter leurs emprunts adossés à des biens immobiliers. Deux options s'offrent essentiellement à eux : recours à une ligne de crédit gagée sur l'avoir propre foncier ou refinancement hypothécaire visant à accroître le montant de leur prêt immobilier.

Il n'existe pas de source d'information unique sur l'encours total des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada. Les données à ce sujet doivent donc être recoupées auprès de plusieurs sources. Les estimations du personnel de la Banque concernant les lignes de crédit gagées sur des biens immobiliers – dont les prêts accordés par les banques commerciales et les autres institutions financières – se fondent sur les données de l'institution relatives au crédit et sur les résultats d'une enquête menée auprès des ménages par Ipsos Reid, une entreprise spécialisée dans les études de marché. Les sommes supplémentaires tirées de refinancements hypothécaires ont été estimées à l'aide de données d'enquête produites par le cabinet de services-conseils Altus Clayton.





ménages pendant cette période. Depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, la hausse des prix des logements a ralenti quelque peu, mais le crédit aux ménages a conservé son dynamisme grâce aux augmentations passées.

Malgré la montée de l'endettement, la santé financière des ménages est encore bonne; le ratio du service de la dette est relativement bas pour l'ensemble du secteur, et la proportion de ménages vulnérables est faible⁷. Le solide bilan financier des ménages, conjugué à des conditions d'emploi et de financement propices, donne à penser que la forte croissance du crédit continuera d'alimenter les dépenses des ménages.

La vive expansion des agrégats monétaires se poursuit depuis janvier (Graphique 13). La croissance de l'agrégat monétaire au sens large (M2++) cadre avec le scénario suivant lequel l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera un peu au-dessus de 2 % à la fin de 2007 et au début de 2008. Le taux implicite d'inflation résultant de l'écart entre le rendement des obligations à rendement nominal et celui des obligations à rendement réel du gouvernement a quelque peu augmenté. Des facteurs techniques, telle la liquidité, rendent toutefois difficile l'interprétation de cet écart.

L'expansion des agrégats monétaires demeure vigoureuse.

7. Voir le dossier intitulé « Une analyse de la situation financière du secteur des ménages effectuée à l'aide de microdonnées », rédigé par Faruqui, Lai et Traclet, et publié dans la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier*, pages 11 à 18.

4. LES PERSPECTIVES

L'expansion future de la production potentielle dans les grands pays industriels se ressentira de l'évolution démographique.

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 tablent sur une résorption lente et ordonnée des déséquilibres mondiaux, laquelle suppose l'adoption de nouvelles mesures propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. La Banque 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 86,5 à 89,5 cents É.-U. observée depuis le début d'avril. Comme la période de projection s'étend maintenant jusqu'à 2009, les effets démographiques liés au vieillissement de la main-d'œuvre commencent à entrer en ligne de compte et nous obligent à diminuer légèrement notre estimation du taux d'accroissement de la production potentielle au Canada, mais aussi dans de nombreux autres pays industrialisés⁸. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

L'essor de l'activité demeure vigoureux dans les principales économies d'outre-mer...

Depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, l'essor de l'économie mondiale a été un peu plus vif que prévu, la modération du rythme d'augmentation du PIB réel aux États-Unis ayant été largement compensée par une croissance supérieure aux attentes en dehors de l'Amérique du Nord. À mesure que les capacités excédentaires à l'échelle du globe se résorberont et que la politique monétaire se resserrera, cette expansion vigoureuse devrait toutefois se ralentir et passer de 5,3 % en 2006 à 4,8 % en 2007 et 2008, puis à 4,6 % en 2009 (Tableau 1). Ces chiffres dépassent légèrement ceux avancés dans le *Rapport* d'octobre et la *Mise à jour* de janvier.

8. L'incidence négative du vieillissement de la population sur la croissance de l'offre de main-d'œuvre devrait se faire sentir à des périodes et à des degrés différents dans les diverses économies avancées. Aux États-Unis, par exemple, les premiers baby-boomers deviendront admissibles à des prestations de retraite en 2008, et l'on s'attend par conséquent à ce que la contribution de la main-d'œuvre à la croissance potentielle diminue dans les années à venir. L'évolution du profil de la population en âge de travailler devrait aussi se traduire par une réduction du taux d'augmentation de la production potentielle dans les grands pays d'outre-mer, quoique celle-ci pourrait être compensée en partie par des gains au chapitre de la productivité du travail, obtenus grâce à l'intensification du capital et à l'adoption de technologies plus efficaces. Voir la Note technique 3 pour un examen de l'incidence des facteurs démographiques sur la croissance tendancielle du facteur travail au Canada.

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique ^b			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
États-Unis	20	3,3 [0,66]	2,1 [0,42]	2,8 [0,56]	3,1 [0,62]
Union européenne	19	2,8 [0,52]	2,3 [0,42]	2,2 [0,40]	2,2 [0,40]
Japon	6	2,2 [0,14]	2,3 [0,15]	1,9 [0,12]	1,8 [0,12]
Chine et ENI ^c d'Asie	19	9,7 [1,82]	9,0 [1,68]	8,6 [1,60]	8,2 [1,53]
Autres pays	36	6,0 [2,17]	5,9 [2,15]	5,7 [2,07]	5,3 [1,92]
Ensemble du monde	100	5,3	4,8	4,8	4,6

- 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

On prévoit que l'expansion économique restera soutenue au Japon et dans les grands pays européens durant la période de projection, et qu'elle sera alimentée davantage par la consommation intérieure et la demande d'investissement que par les exportations nettes. Les perspectives de croissance des pays à marché émergent demeurent aussi très fortes pour la même période, en particulier dans les cas de la Chine et de l'Inde.

Aux États-Unis, on s'attend à ce que le ralentissement de l'économie américaine en 2007 dure plus longtemps qu'on ne l'avait envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Par conséquent, le taux d'augmentation du PIB américain devrait descendre à 2,1 % cette année, avant de remonter à 2,8 % en 2008 et à 3,1 % en 2009. La révision à la baisse du chiffre prévu pour 2007 (2,1 % actuellement, plutôt que 2,5 % dans la *Mise à jour* de janvier) est attribuable en bonne partie au repli plus prolongé des investissements dans le secteur résidentiel et à l'affaiblissement des investissements des entreprises. On prévoit maintenant que le rythme d'accroissement de la production potentielle aux États-Unis, qui a avoisiné 3 % ces dernières années, se situera un peu en dessous de ce niveau au cours de la période 2007-2009.

Le taux d'augmentation du PIB américain ayant glissé bien en deçà de celui de la production potentielle depuis le milieu de 2006, une offre excédentaire a commencé à apparaître aux États-Unis. L'inflation tendancielle devrait donc diminuer progressivement

... mais on s'attend à ce que le ralentissement aux États-Unis dure plus longtemps que prévu.

dans ce pays, mais moins rapidement qu'on ne l'avait d'abord escompté. Le rythme d'expansion de l'économie remontera probablement à un niveau proche de celui de la production potentielle d'ici la fin de 2007, à la faveur de l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks dans le secteur manufacturier et de la dissipation de l'effet de freinage dû à la faiblesse des investissements dans le logement et des investissements des entreprises.

Pendant la période de projection, le dynamisme des dépenses des ménages américains devrait se modérer à mesure que l'épargne regagnera un niveau plus soutenable. La dépréciation que le billet vert a connue en termes effectifs réels depuis 2002, combinée au recul supplémentaire d'environ 8 % prévu au cours de la période considérée, continuera vraisemblablement de stimuler les exportations nettes des États-Unis⁹. On s'attend à ce que les exportations soient également soutenues par la forte demande étrangère, ce qui concourra à réduire graduellement le déficit courant du pays.

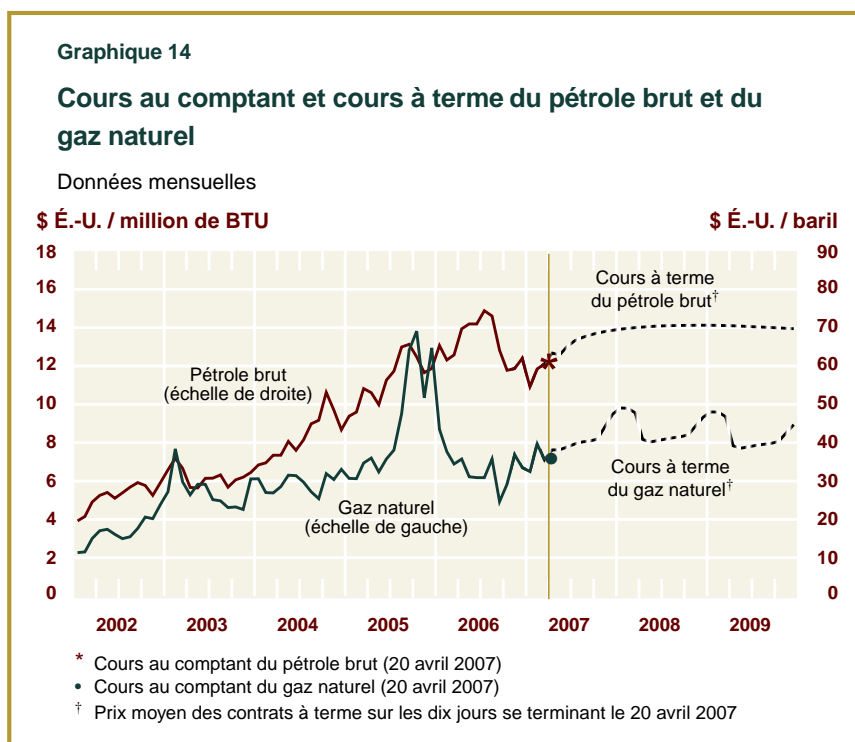
Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont supérieurs à ceux qui étaient envisagés en janvier (Graphique 14). Ils indiquent que le prix du baril de brut, qui avoisine les 63 dollars É.-U. en ce moment, montera à 70 dollars É.-U. d'ici le début de 2008, puis se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de 2009.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques est élevé et devrait rester supérieur au niveau projeté en janvier, avant de se replier graduellement au cours de la période. Les cours des métaux, en particulier, sont dopés pour le moment par une demande mondiale vigoureuse, mais ils devraient perdre lentement du terrain à mesure que s'accroîtront les capacités de production à l'échelle du globe. Il est probable que les prix du bois d'œuvre s'inscriront en baisse durant le reste de l'année, compte tenu de l'atonie anticipée de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Par contre, on prévoit que les prix des céréales et des oléagineux se maintiendront à un niveau élevé quelque temps encore, grâce au vif essor de la demande de biocarburants.

Les prix des contrats à terme sur les marchés de l'énergie sont plus hauts qu'en janvier.

Les cours des produits de base non énergétiques devraient rester relativement élevés, puis se replier un peu.

9. Dans sa livraison d'avril 2006 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait pris pour hypothèse une dépréciation de 7 % du dollar É.-U. en termes effectifs réels pour la période 2007-2008. Depuis, le billet vert a perdu environ 3 % de sa valeur. Les projections de la Banque concernant l'économie américaine courent maintenant jusqu'à la fin de 2009.



La demande et l'offre globales au Canada

Au Canada, la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection. Son rythme d'expansion sera solide, quoique plus modéré qu'en 2005 et 2006 (Tableau 2).

La Banque prévoit que les dépenses de consommation progresseront à une cadence 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. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient quant à eux reculer légèrement en 2007 et 2008, puis se stabiliser en 2009.

On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste et s'établisse à un peu plus de 5 % en moyenne en 2007 et 2008. Parmi les facteurs qui alimenteront une hausse supplémentaire des dépenses d'investissement cette année et l'an prochain, signalons les pressions s'exerçant à court terme sur la capacité de production, la perspective d'un essor assez vigoureux de l'économie mondiale et d'un niveau élevé des cours de la plupart des produits de base, la persistance de conditions financières favorables ainsi que la forte rentabilité des entreprises en général, associée à la grande solidité de leurs bilans. Par contre,

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'expansion au Canada.

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

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

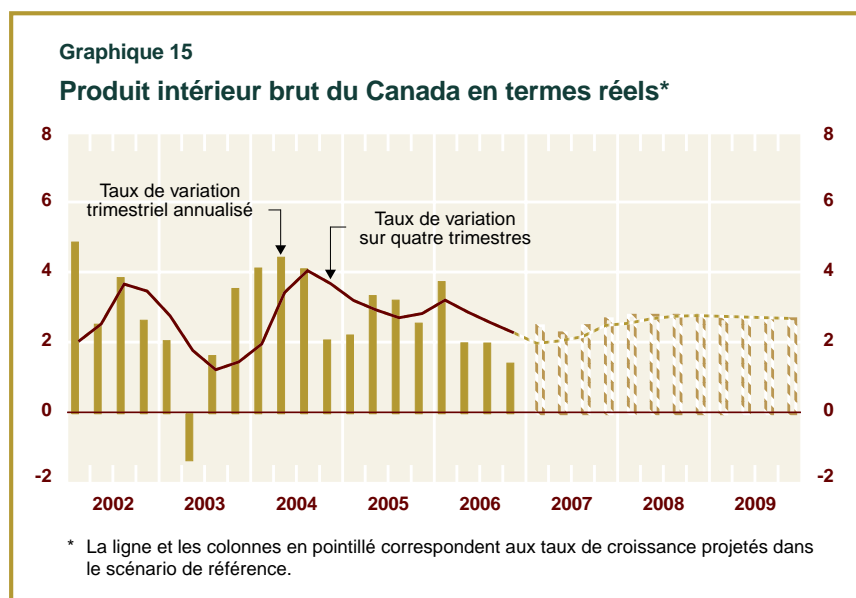
les dépenses d'investissement dans le secteur des hydrocarbures devraient fléchir un peu à court terme, en raison d'un assombrissement des perspectives en matière de forage gazier. En 2009, la croissance globale des investissements faiblira vraisemblablement sous l'effet du tassement anticipé de l'activité à l'échelle mondiale et de la baisse des prix des matières premières non énergétiques.

Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés tout au long de la période de projection, et que la croissance réelle des dépenses publiques en biens et services déclinera pour se chiffrer à un peu moins de 3 % en moyenne d'ici la fin de 2009.

On s'attend à ce que les exportations nettes continuent de brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.

Comme la progression de la demande intérieure américaine marquera le pas jusqu'au milieu de 2007, on estime que les exportations canadiennes s'inscriront en léger recul au premier semestre de 2007. Elles devraient toutefois se redresser pendant le reste de la période de projection sous l'impulsion d'une relance de l'activité aux États-Unis. Parallèlement, de nouvelles hausses substantielles des investissements en machines et en matériel contribueront sans doute au maintien du dynamisme des importations tout au long de 2007 et 2008. Par conséquent, la Banque prévoit qu'en 2007, les exportations nettes brideront la croissance globale un peu plus qu'elle ne l'avait envisagé dans la *Mise à jour* de janvier, mais que cet effet s'atténuera en cours d'année.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélénera en 2007 et que le taux de croissance trimestriel



se situera en moyenne un peu en deçà de 2 1/2 % au premier semestre et tout juste au-dessus de 2 1/2 % au second semestre (Graphique 15). Ces projections impliquent une progression au taux annuel moyen de 2,2 %, une croissance légèrement inférieure à celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier et qui s'explique dans une large mesure par l'influence de la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis sur le rythme d'expansion des exportations canadiennes. En 2008 et en 2009, la croissance du PIB devrait atteindre 2,7 %.

Le scénario de référence élaboré pour le Canada table sur un taux d'augmentation de la production potentielle inchangé, à 2,8 %, tant pour 2007 que pour 2008¹⁰. Pour ce qui est de 2009, par contre, la Banque fait l'hypothèse que la croissance de l'offre de main-d'œuvre reculera de seulement 0,1 point de pourcentage par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé en 2007 et 2008, d'où une progression de la production potentielle d'environ 2,7 %. Cette réduction de 0,1 point du taux de croissance potentiel de l'économie en 2009 reflète l'opinion du Conseil de direction quant à l'incidence qu'aura la hausse du nombre de départs à la retraite sur la population active, au moment où les premiers baby-boomers atteindront le début de la soixantaine (voir la Note technique 3)¹¹.

10. Ce chiffre traduit le maintien de l'hypothèse d'un taux d'accroissement tendanciel de 1 1/2 % de la productivité du travail et de 1 1/4 % du facteur travail.

11. La Note technique 3 décrit les estimations de la hausse tendancielle du facteur travail établies d'après les modélisations de la Banque. Ces estimations, ainsi que les jugements portés sur les implications de plusieurs facteurs qui ne sont pas pris en compte dans le modèle estimé, sont à l'origine des hypothèses formulées par le Conseil de direction concernant la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre.

Le taux d'accroissement du PIB canadien devrait s'établir à 2,2 % en 2007 et à 2,7 % en 2008 tout comme en 2009.

Note technique 3

L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail

Au cours des deux prochaines années, les membres les plus âgés de la cohorte des baby-boomers – les personnes nées entre 1946 et 1964 – atteindront 62 ans, soit l'âge moyen de la retraite au Canada. Il en résultera une pression à la baisse sur le rythme de progression de l'offre de main-d'œuvre et, partant, sur celui de la production potentielle au cours des décennies à venir.

Depuis 1980, la croissance du facteur travail a compté pour un peu plus de la moitié de celle du PIB réel¹. L'accroissement du facteur travail s'explique surtout par l'augmentation de la population en âge de travailler et la forte élévation du taux d'activité des femmes, deux facteurs qui ont été contrebalancés en partie par une diminution tendancielle du nombre d'heures travaillées.

Le personnel de la Banque a estimé la croissance tendancielle du facteur travail pour la décennie à venir en combinant les projections de Statistique Canada sur la population en âge de travailler avec des modèles de prévision de la durée moyenne de la semaine de travail et du taux d'emploi de la population active. Statistique Canada projette que la croissance de la population en âge de travailler commencera à ralentir en 2007, et que cette décélération se poursuivra durant les dix prochaines années en raison de l'incidence cumulative des réductions passées du taux national de fécondité (Graphique A)². Selon les modélisations effectuées à la Banque, le nombre moyen d'heures travaillées restera relativement stable pendant la prochaine décennie. En s'appuyant sur un modèle de cohortes³, le personnel de la Banque estime que le taux d'emploi tendanciel global s'est mis à reculer en 2006 sous l'effet de la proportion accrue, au sein de la population active, d'individus âgés de 62 ans et plus, dont le taux d'emploi moyen est inférieur à celui des travailleurs plus jeunes (Graphique B). Par ailleurs, cette analyse donne à penser que la hausse récente du taux d'emploi des femmes de 55 ans et plus est essentiellement un phénomène structurel appelé à se poursuivre dans les années à venir, et qui devrait ainsi contribuer à modérer la chute du taux d'emploi global.

Sur la base de ses modélisations, la Banque estime donc que le taux de croissance tendanciel du facteur travail, qui s'est établi à 1,5 % pour la période 2004-2006, descendra à 1,1 % pour la période 2007-2009, puis à 0,6 % pour celle de 2013-2015.

Plusieurs facteurs susceptibles de compenser en partie le repli anticipé du taux d'emploi ne sont pas pris en compte dans le modèle. Par exemple, à mesure que le bassin de main-d'œuvre diminuera, les employeurs et les administrations publiques pourraient prendre de nouvelles mesures pour réduire ou éliminer les obstacles qui dissuadent les travailleurs de rester actifs au-delà de l'âge normal de la retraite. De même, l'amélioration continue de l'état de santé général et de l'espérance de vie de la population ainsi que la part grandissante d'emplois peu exigeants physiquement pourraient élever le taux d'emploi chez les travailleurs plus âgés. En outre, dans la mesure où les conjoints décident ensemble du moment de leur départ à la retraite, l'augmentation postulée du taux d'emploi chez les femmes plus âgées pourrait avoir des retombées favorables sur celui des hommes du même groupe d'âge (encore qu'elle pourrait aussi avoir l'effet inverse). Enfin, il se peut que la contraction projetée de l'offre de main-d'œuvre fasse progresser le salaire réel, ce qui pourrait amener davantage de jeunes à entrer sur le marché du travail et inciter les moins jeunes à prendre leur retraite plus tard. Pour toutes ces raisons et d'autres encore, une évaluation éclairée de l'évolution tendancielle probable de l'offre de main-d'œuvre dans l'avenir ne saurait s'appuyer exclusivement sur les estimations issues de modèles et implique une part de jugement.

1. La croissance de la production réelle peut être ventilée entre croissance de la productivité du travail et croissance du facteur travail. Cette dernière peut à son tour être décomposée en trois éléments, à savoir la progression de la population en âge de travailler, la variation du taux d'emploi de la population active et la variation de la durée moyenne de la semaine de travail. Le taux d'emploi de la population active est calculé en divisant le nombre de personnes ayant un emploi par la population active. La croissance tendancielle du facteur travail est déterminée par celle de l'offre de main-d'œuvre.

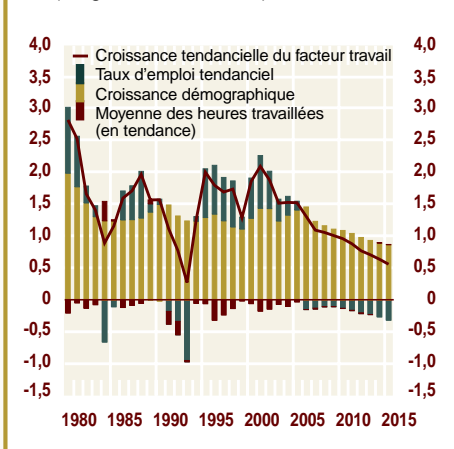
2. Le personnel de la Banque s'est fondé sur le scénario moyen des projections démographiques de Statistique Canada pour estimer la taille et la composition futures de la population en âge de travailler. Pour de plus amples renseignements au sujet des hypothèses qui sous-tendent ces projections, voir Statistique Canada (2005), *Projections démographiques pour le Canada, les provinces et les territoires*.

3. Le modèle servant à la projection du taux d'emploi tendanciel tient compte de l'évolution de la demande de travail, des effets d'âge, des effets de richesse, de l'incidence du régime d'assurance-emploi et d'un effet de cohorte de naissance pour les femmes. Une description plus détaillée de ce modèle sera présentée dans un article à paraître dans la *Revue de la Banque du Canada*.

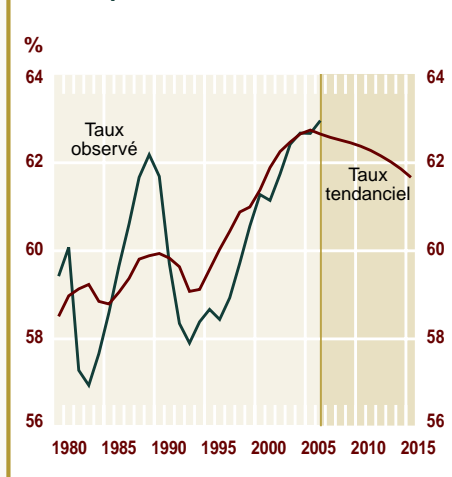
**Composantes de la croissance tendancielle du facteur travail au Canada
(d'après les modélisations de la Banque)**

	Taux de croissance tendanciel du facteur travail	Croissance de la population en âge de travailler selon Statistique Canada	Taux d'emploi tendanciel	Moyenne hebdomadaire des heures travaillées (en tendance)
1998-2000	1,6	1,2	61,1	34,3
2001-2003	1,9	1,4	62,2	34,2
2004-2006	1,5	1,4	62,7	34,1
2007-2009	1,1	1,2	62,5	34,1
2010-2012	0,9	1,0	62,3	34,1
2013-2015	0,6	0,9	61,8	34,1

Graphique A
Contribution à la croissance tendancielle du facteur travail
(en glissement annuel)



Graphique B
Taux d'emploi observé et taux d'emploi tendanciel au Canada



Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle impliquent que l'économie retournera à son plein potentiel au second semestre de 2007 et y demeurera jusqu'à la fin de la période de projection. Dans ce scénario de référence, ce sont surtout la décélération récente et la reprise ultérieure de l'activité américaine qui permettent de rétablir et de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada.

Les perspectives en matière d'inflation

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à 2 % d'ici la fin de 2007.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera au-dessus de 2 % au cours des prochains mois, mais qu'elle redescendra à 2 % d'ici la fin de 2007 et demeurera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les attentes d'inflation à moyen et à long terme étant solidement ancrées, la projection portant sur l'inflation traduit en grande partie l'influence combinée de l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de l'évolution des prix relatifs. La demande excédentaire enregistrée à la fin de 2006 et au début de 2007, conjuguée au

	2006	2007		2008	2009	
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.		
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	1,4 (1,5)	2,5 (2,4)	2,3 (2,6)	2,6 (2,8)	2,8 (2,9)	2,7
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,0 (1,9)	2,1 (2,1)	2,4 (2,5)	2,7 (2,8)	2,7
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,3 (2,1)	2,2 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,3 (1,3)	1,9 (1,2)	1,9 (1,0)	2,6 (1,7)	2,1 (2,0)	2,0
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,4 (1,7)	2,4 (1,5)	2,6 (1,7)	2,1 (2,0)	2,0
WTI*** (niveau)	60 (60)	58 (56)	64 (58)	68 (61)	70 (63)	70

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de janvier 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 20 avril 2007.

renchérissement attendu des aliments inclus dans l'indice de référence, devrait contribuer à garder l'inflation mesurée par cet indice au-dessus de 2 % à brève échéance. Mais deux facteurs devraient ramener le taux d'accroissement de l'indice de référence à 2 %, malgré l'atténuation anticipée de la pression à la baisse exercée par les prix à l'importation. D'une part, on s'attend à ce que la pression à la hausse attribuable au fait que l'économie tourne légèrement au-delà de son potentiel se dissipe, étant donné que la demande excédentaire devrait s'être résorbée au deuxième semestre de 2007. D'autre part, on prévoit que l'effet considérable des hausses des prix des logements sur l'inflation continuera de s'amenuiser.

La trajectoire projetée du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global reflète à la fois la légère montée prévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2007 et les attentes concernant les prix de l'énergie, ainsi que les modifications des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 1,9 % au deuxième trimestre de 2007. Comme l'incidence directe de la baisse de la TPS cessera de se faire sentir en juillet 2007, que les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel suivent une courbe ascendante et que l'essence connaîtra un renchérissement marqué en glissement annuel, cette mesure de l'inflation devrait grimper au second semestre de 2007 et atteindre un sommet d'environ 2,8 % au dernier trimestre¹². Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait ensuite diminuer, pour redescendre à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2008 et s'y maintenir durant le reste de la période considérée.

La projection de la Banque au sujet de l'inflation cadre avec le maintien du taux cible du financement à un jour, surtout en raison du fait que les répercussions sur l'économie canadienne du ralentissement observé aux États-Unis devraient suffire pour ramener l'équilibre entre l'offre et la demande globales de biens et de services au Canada.

Les risques pesant sur les perspectives

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation est entaché de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Le risque à la hausse tient à la possibilité que la vigueur affichée récemment par l'inflation s'avère plus persistante qu'il n'est supposé dans le scénario de référence. Les pressions sur la capacité de production pourraient s'avérer plus vives qu'on ne l'estime

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir à 2 % d'ici le milieu de 2008 et s'y maintenir durant le reste de la période de projection.

Le risque à la hausse a trait au degré de persistance de la récente montée de l'inflation.

12. Le taux d'augmentation en glissement annuel des prix de l'essence devrait bondir au dernier trimestre de 2007, du fait notamment qu'il sera calculé par rapport à une année de base (2006) où ces prix s'étaient temporairement inscrits en baisse.

et plus persistantes que prévu. La vigueur observée de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large au Canada continue de laisser voir un risque à la hausse. Il existe également un risque d'intensification des pressions sur les prix à l'échelle mondiale. La pression à la baisse que le recul des prix des biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait diminuer plus rapidement que projeté, surtout si l'expansion économique mondiale demeure supérieure aux attentes. Les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient eux aussi faire grimper l'inflation davantage qu'il n'est envisagé dans le scénario de référence.

Le risque à la baisse demeure la possibilité que la croissance de l'économie américaine soit inférieure aux attentes.

Le risque à la baisse pesant sur les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada tient toujours à la possibilité que le rythme de progression de l'activité américaine soit inférieur aux prévisions. Il se pourrait, en effet, que la décélération des investissements dans le secteur résidentiel et des investissements des entreprises aux États-Unis s'accroisse encore plus et bride l'expansion de la consommation. Un tassement de la demande intérieure américaine aurait pour effet d'abaisser encore davantage la demande d'exportations canadiennes et de ramener le taux d'inflation en deçà de celui énoncé dans le scénario de référence.

Les risques entourant la projection relative à l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient légèrement prépondérants.

La Banque continue de considérer que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

Enfin, à long terme, il subsiste une faible probabilité que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas de façon ordonnée. Même si une répartition plus équilibrée de la demande intérieure dans le monde concourra à soutenir les ajustements nécessaires, de nouvelles mesures devront être prises à l'échelle internationale pour faciliter la correction ordonnée de ces déséquilibres.

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