



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Octobre 2007

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 16 octobre 2007.

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 généralement échangé à l'intérieur

Faits saillants

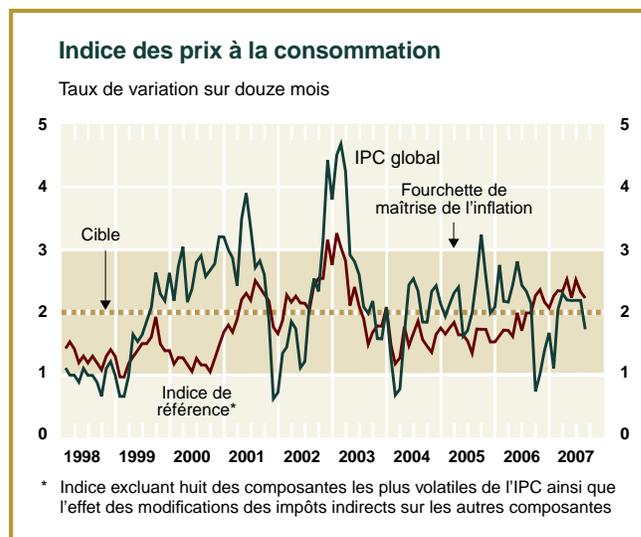
- L'économie canadienne fonctionne davantage au-dessus de sa capacité de production qu'on ne l'avait anticipé.
- La demande intérieure devrait rester vigoureuse, mais les exportations nettes exerceront un effet modérateur plus prononcé sur l'économie.
- Le taux de croissance du PIB au Canada devrait s'établir à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.
- L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait redescendre à 2 % au second semestre de 2008.
- La projection de la Banque relative à l'inflation est entachée de risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, que l'on juge relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.
- La Banque estime, 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.

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.

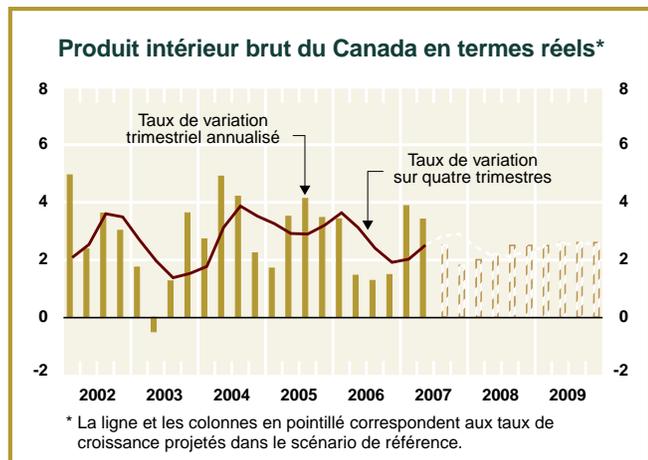
À la faveur du rétablissement de l'équilibre au sein de l'économie et étant donné l'incidence directe du raffermissement du dollar canadien sur les prix à la consommation, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait redescendre progressivement à 2 % au second semestre de 2008, soit un peu plus 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.

L'évolution récente

L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août. Ce recul est attribuable à la détente inattendue des prix de certaines des composantes les plus volatiles de l'indice, en particulier l'essence et le gaz naturel. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, sous l'effet des pressions soutenues qui s'exerçaient sur la capacité de production de l'économie. En août, elle se situait à 2,2 %. Les signes d'une

forte demande intérieure étaient perceptibles dans la hausse des coûts des services, y compris les frais de logement. Les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont aussi beaucoup augmenté, en raison du relèvement des cours des céréales et des oléagineux.

L'expansion de l'économie canadienne au premier semestre de l'année a été plus vigoureuse qu'on ne l'avait d'abord escompté. Le rythme de progression du PIB réel a atteint 3,4 % au deuxième trimestre, soit davantage que le chiffre de 2,8 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance au premier semestre, à la faveur de l'augmentation du revenu disponible, du vif essor du crédit aux ménages, et de l'accroissement de l'avoir net des ménages dû au renchérissement des maisons et à l'amélioration des termes de l'échange du Canada.

Les exportations canadiennes se sont inscrites en légère hausse au premier semestre de 2007. Les importations ont toutefois augmenté plus fortement, poussées par le dynamisme de la demande intérieure. Selon l'information disponible actuellement, l'économie canadienne aurait progressé à un rythme annualisé de 2,5 % au troisième trimestre, soit un chiffre un peu inférieur à celui de 2,7 % projeté dans la *Mise à jour* de juillet.

Étant donné l'expansion supérieure aux prévisions pendant la première moitié de l'année, l'économie canadienne fonctionne maintenant davantage au-dessus de sa capacité de production qu'on ne l'avait anticipé. Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % au-delà de son potentiel au troisième trimestre de 2007.

Sur les marchés financiers, l'ampleur inattendue des pertes liées aux prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a eu pour conséquence de rendre incertaine l'évaluation des produits financiers structurés dans le monde, de réduire la propension des investisseurs à prendre des risques et d'accroître la demande de liquidité. Les investisseurs ont privilégié les titres d'État,

jugés moins risqués, ce qui a entraîné un creusement des écarts de crédit et une augmentation des frais de financement des institutions financières. Les conditions du crédit se sont donc resserrées depuis la fin de juillet, les institutions financières ayant quelque peu restreint l'accès au financement en durcissant les modalités d'octroi de prêts aux entreprises et en majorant le coût des fonds consentis aux firmes et aux ménages.

En juillet et en août, le dollar canadien a généralement évolué à l'intérieur de la fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. postulée dans la *Mise à jour*, mais il s'est apprécié de façon marquée depuis, grimpant jusqu'à 1,03 dollar É.-U. Cette hausse récente est due à l'affaiblissement généralisé du billet vert et au fait que la monnaie canadienne est portée par les prix des matières premières — en particulier le pétrole — et par une demande intérieure toujours vigoureuse. Cela dit, l'appréciation observée dernièrement se révèle plus importante que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de l'évolution passée du taux de change.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

La Banque estime maintenant que l'économie mondiale progressera en 2007 à un taux légèrement supérieur à celui qu'elle entrevoyait dans la *Mise à jour* de juillet, mais elle s'attend encore à ce que le rythme d'expansion ralentisse quelque peu en 2008 et 2009. Le dynamisme des économies en développement fait contrepoids au tassement prévu de la croissance du PIB aux États-Unis. La Banque a revu à la baisse ses projections relatives à l'économie américaine et table aujourd'hui sur des taux d'expansion de 1,9 % pour 2007 et de 2,1 % pour 2008. Son scénario de référence suppose maintenant un ralentissement plus prononcé et plus long de la demande intérieure aux États-Unis. Par contre, la réduction des taux d'intérêt dans ce pays devrait compenser en partie la faiblesse du secteur du logement, tandis que la dépréciation du billet vert en termes réels devrait stimuler

les exportations nettes. La Banque prévoit que l'expansion du PIB américain s'accélénera en 2009, quoiqu'une offre excédentaire devrait persister au sein de l'économie américaine jusqu'à la fin de cette année-là.

Si la croissance de l'économie canadienne pendant le premier semestre de 2007 a quelque peu dépassé les prévisions antérieures de la Banque, celle-ci entrevoit, pour la seconde moitié de 2007 et les six premiers mois de 2008, un taux d'expansion légèrement inférieur à celui qu'elle anticipait dans la *Mise à jour* de juillet, et ce, à cause de l'effet modérateur plus prononcé exercé par les exportations nettes. Cet ajustement reflète la révision à la baisse des projections relatives au PIB américain ainsi que l'incidence du niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien.

La demande intérieure finale restera le principal moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2009, en raison de l'essor projeté des dépenses de consommation. On s'attend toutefois à ce que le léger resserrement des conditions du crédit tempère quelque peu le dynamisme de la demande intérieure.

Étant donné l'amélioration des perspectives de l'économie américaine en 2009, les exportations nettes devraient commencer à moins brider la croissance.

Somme toute, l'expansion économique au Canada devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 2 % pendant le second semestre de 2007 et la première moitié de 2008, puis se hisser à un niveau légèrement inférieur au rythme d'augmentation de la production potentielle d'ici le début de 2009. Cette évolution implique que le taux de croissance annuel moyen de l'économie s'établira à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.

Le taux d'accroissement de la production potentielle est estimé à 2,8 % pour cette année et l'an prochain et à 2,7 % pour 2009. Selon le scénario de référence, l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire avant de revenir à son potentiel au début de 2009. Le ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis, conjugué à l'appréciation du dollar canadien et au léger resserrement des conditions du crédit, compense largement la vigueur de la

demande intérieure, rétablissant ainsi l'équilibre entre la demande et l'offre globales. Dans ce scénario, le taux directeur demeure inchangé.

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 % et restera à ce niveau jusqu'à la fin de 2009. Les pressions à la hausse sur l'inflation exercées par la demande excédentaire et la montée des prix des logements devraient s'estomper graduellement. On s'attend également à ce que le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien contribue directement au recul des prix à l'importation, de sorte que l'indice de référence devrait retourner à la cible de 2 % un peu plus tôt qu'on ne l'envisageait en juillet.

Les perspectives relatives au taux d'accroissement de l'IPC global tiennent compte du relèvement anticipé des cours de l'énergie. Le scénario de référence prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global augmentera fortement au quatrième trimestre, pour s'établir à environ 3 %, puis redescendra à la cible de 2 % au second semestre de 2008 et s'y maintiendra pendant le reste de la période de projection.

Résumé des projections selon le scénario de référence*

	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)
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.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

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

