

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2005 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2005.

Introduction

La mise à jour concernant l'évolution des économies mondiale et canadienne exposée dans le présent *Rapport* fait ressortir trois facteurs. Premièrement, les données relatives aux pressions s'exerçant sur l'appareil de production indiquent dans l'ensemble que l'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité. Deuxièmement, de nouveaux progrès ont été accomplis ces derniers mois dans les divers secteurs économiques du pays sur le plan de l'ajustement aux changements en cours à l'échelle mondiale. Troisièmement, les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres mondiaux s'accroissent.

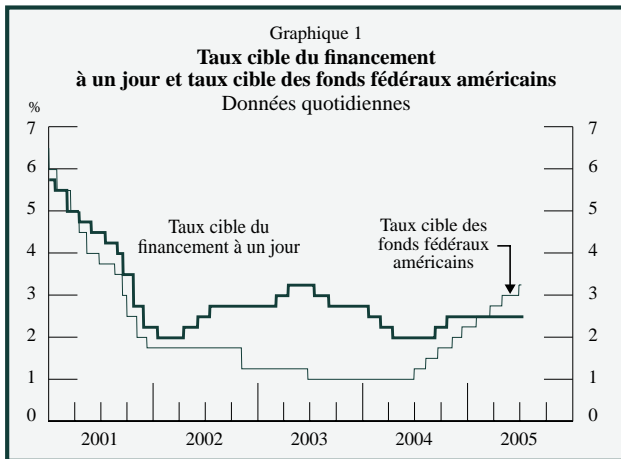
Globalement, les prévisions de la Banque quant à la production et à l'inflation au Canada d'ici la fin de 2006 ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives laissent encore présager une croissance de quelque 4 % cette année et l'an prochain. La progression de l'activité est toutefois moins équilibrée

qu'on ne l'avait anticipé d'une région économique à l'autre, l'essor étant plus marqué que prévu en Asie mais plus faible en Europe.

Faits saillants

- L'économie fonctionne près des limites de sa capacité de production.
- Les prévisions de la Banque ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, avec une croissance projetée de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006.
- Comme l'économie devrait ainsi continuer de tourner près de son plein potentiel, on estime que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain.
- À la lumière de cette projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir.
- Les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres mondiaux s'accroissent.



Au Canada, la vive accélération de la demande intérieure finale compense toujours l'effet de la contraction des exportations nettes. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion du PIB réel de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006. Elle estime donc que l'économie canadienne continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période, et que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain.

Afin de soutenir la demande globale, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 2 1/2 % depuis octobre 2004 (Graphique 1). Toutefois, à la lumière de sa projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir afin de maintenir la demande et l'offre globales en équilibre et de garder l'inflation au taux visé.

Les risques qui entachent les perspectives des quatre à six prochains trimestres concernent principalement la trajectoire future des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques, le rythme d'expansion en Chine et l'ajustement continu de l'économie canadienne aux changements qui s'opèrent sur la scène mondiale. Ces risques semblent équilibrés.

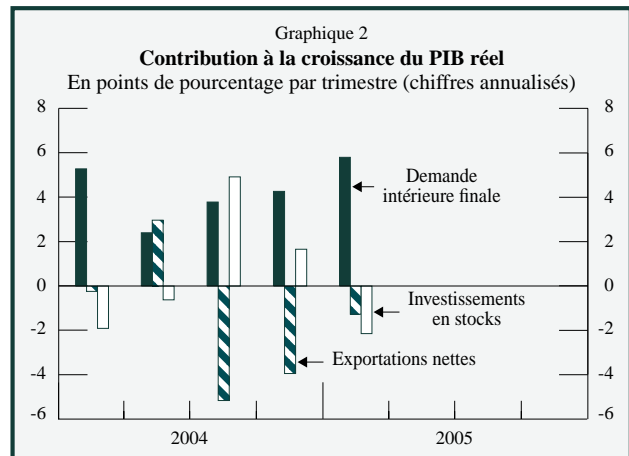
À moyen terme, le risque que la correction des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale puisse entraîner une période d'atonie de la demande globale dans le monde s'accroît.

Les risques à moyen terme seront traités plus en profondeur dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, lorsque la période de projection de la Banque inclura 2007.

Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

Au Canada, le PIB réel a augmenté de 2,3 % en taux annualisé au premier trimestre de 2005, ce qui est très proche des 2,5 % prévus au moment de la publication du *Rapport* d'avril. Toutefois, à 5,8 %, l'expansion de la demande intérieure finale a été plus marquée qu'escompté en avril, tandis que l'incidence négative de la diminution des exportations nettes et des investissements en stocks sur la croissance a été plus prononcée que projeté (Graphique 2).

D'autres signes montrent que l'économie canadienne continue de s'adapter aux changements en cours à l'échelle du globe. Grâce à la solide poussée de la demande intérieure finale, la production a de nouveau enregistré des gains substantiels dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Par contre, depuis la fin de 2004, on constate une légère diminution du niveau global d'activité dans les industries non productrices de matières premières qui sont très ouvertes aux échanges internationaux.

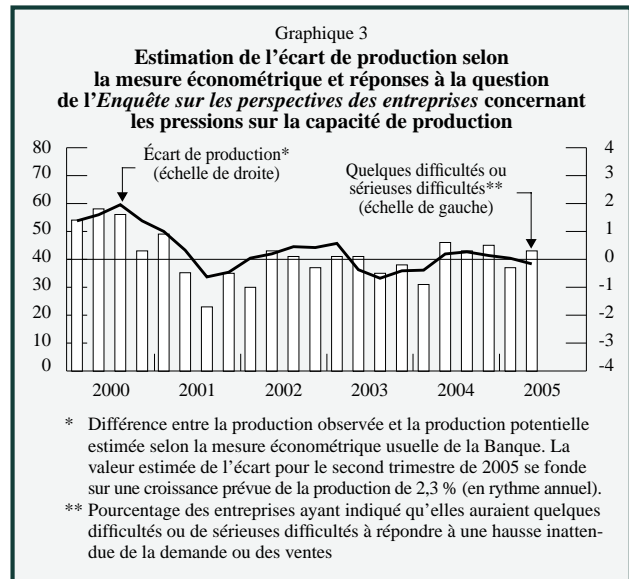


La production a aussi reculé dans les industries productrices de matières premières au premier trimestre, mais ce repli est attribuable surtout à des perturbations temporaires de la production dans une installation d'exploitation de sables bitumineux, aux répercussions du mauvais temps sur les activités de forage pétrolier et gazier, ainsi qu'à la baisse de la demande étrangère de bois d'œuvre. Ces secteurs se sont partiellement redressés en avril.

Les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* réalisée par la Banque cet été indiquent également que l'économie canadienne s'ajuste aux changements en cours sur la scène internationale. Par exemple, les dépenses d'investissement devraient connaître une augmentation particulièrement forte dans les industries productrices de matières premières et dans de nombreuses branches du secteur des services. Les résultats de l'*Enquête* donnent aussi à penser que la hausse de l'emploi restera concentrée dans les secteurs des services et des matières premières.

D'après les données disponibles, l'économie canadienne aurait crû d'environ 2,3 % au deuxième trimestre. Les indicateurs les plus récents tendent à montrer que le vif essor de la demande intérieure finale s'est poursuivi. Par ailleurs, plusieurs éléments permettent d'anticiper une possible accélération de l'activité au second semestre de l'année. Un nouveau ralentissement du rythme d'accumulation des stocks au deuxième trimestre devrait se traduire par une meilleure adéquation entre les niveaux des stocks et les ventes. Les dépenses d'investissement semblent progresser, et la croissance de l'emploi s'est intensifiée.

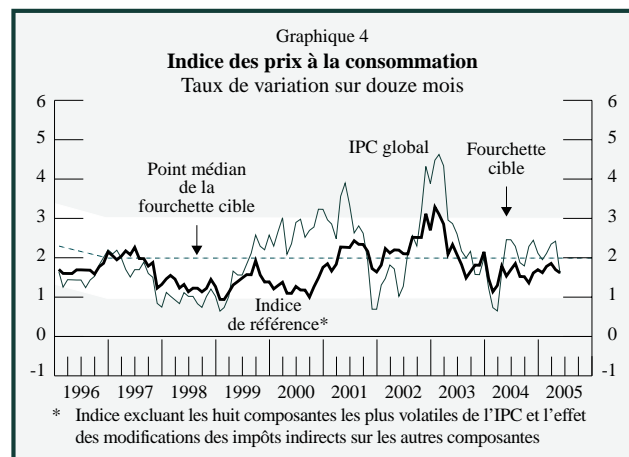
La mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indiquait la présence d'une faible marge de capacités excédentaires dans l'économie au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 3). L'examen que fait le Conseil de direction de tous les indicateurs l'amène à conclure que l'économie affichait



au milieu de l'année une offre excédentaire légèrement supérieure à ce que semblait révéler la mesure habituelle de la Banque, mais qu'elle fonctionnait toujours près des limites de sa capacité (voir l'Encadré de la page 4).

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation a continué d'afficher une grande volatilité, ayant grimpé à 2,4 % en avril puis glissé à 1,6 % en mai (Graphique 4). Cette situation est attribuable pour une bonne part aux fluctuations des prix de l'essence.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée relativement stable, oscillant dans une



fourchette de 1,6 à 1,9 % depuis le début de l'année.

Les cours mondiaux du pétrole ont subi de nouvelles majorations depuis la fin de mai. Le niveau actuel des cours à terme du pétrole laisse entrevoir que le prix du baril de West Texas Intermediate (WTI) se situera en moyenne aux alentours de 60 dollars É.-U. pendant l'horizon projeté. Les prix du pétrole retenus dans ce scénario sont un peu plus élevés que ceux envisagés dans le dernier *Rapport*, surtout pour 2006.

La conjoncture extérieure

Dans l'ensemble, l'évolution de l'économie mondiale a été généralement conforme aux prévisions exposées dans le *Rapport* d'avril. Les perspectives demeurent essentiellement les mêmes et font encore état d'une croissance de quelque 4 % en 2005 et 2006.

Au premier trimestre de 2005, le PIB réel américain a progressé de 3,8 % en taux annualisé, ce qui est conforme aux attentes. Les indicateurs mensuels du

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport à celle utilisée dans la livraison d'avril du *Rapport*, par suite de la révision à la baisse des chiffres de Statistique Canada concernant le PIB réel pour la période de 2002 au milieu de 2004. Cependant, comme le taux de croissance du PIB a été révisé à la hausse pour les trois derniers trimestres de 2004, le niveau du PIB réel à la fin de la même année est resté inchangé. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tournait à plein régime au premier trimestre de 2005, et non tout juste en deçà de sa capacité, comme on l'estimait dans le dernier *Rapport*. La croissance économique s'étant vraisemblablement située à 2,3 % au deuxième trimestre, une faible marge de capacités inutilisées devrait être apparue vers le milieu de 2005.

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada¹ tend à indiquer que les pressions exercées sur la capacité de l'économie sont plus intenses que ne le laisse croire la mesure de l'écart de production communément utilisée par la Banque.

D'autres indicateurs témoignent toutefois de pressions moins intenses. Par exemple, les augmentations salariales restent assez modérées, et l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient en moyenne au-dessous de 2 % depuis le milieu de 2003.

Parallèlement, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre, lors de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* menée cet été, est demeurée inférieure à sa moyenne, alors que le pourcentage de celles ayant affirmé qu'elles auraient des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande se situait tout juste au-dessus de sa moyenne.

Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction et des industries productrices de matières premières, de même que dans celui des services de transport.

L'évaluation du niveau et du taux de croissance de la production potentielle est compliquée par le déplacement de l'activité entre les secteurs qui résulte de l'ajustement de l'économie canadienne au renchérissement des produits de base et à l'appréciation du dollar canadien.

1. La révision à la hausse de cette mesure est attribuable principalement à un changement apporté par Statistique Canada à sa méthode d'estimation de la production potentielle dans le secteur de l'extraction pétrolière et gazière.

deuxième trimestre annoncent une solide montée de la demande intérieure. Par conséquent, le scénario de référence concernant l'expansion de l'économie américaine en 2005 demeure pratiquement inchangé par rapport à celui présenté dans la livraison d'avril du *Rapport*, qui tablait sur un dynamisme soutenu cette année. La croissance de la production devrait demeurer vigoureuse aux États-Unis en 2006. Selon les projections, le rythme d'augmentation des dépenses des ménages ralentira graduellement et les exportations nettes s'accroîtront.

L'accélération de l'activité est moins équilibrée qu'on ne l'avait escompté parmi les autres régions économiques : elle est plus vive que prévu en Asie, mais plus faible en Europe. À cet égard, la hausse du PIB réel en Chine est restée très robuste, et le redressement du PIB réel japonais au premier trimestre a été supérieur aux attentes. Par contre, dans la zone euro, les données disponibles donnent à penser que le rythme d'expansion sera légèrement inférieur à celui avancé dans le *Rapport* d'avril.

Les conditions financières

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette de 79 à 83 cents É.-U. environ, comme cela a été le cas depuis le début de l'année. Cependant, le dollar américain s'étant apprécié par rapport aux autres grandes monnaies, le dollar canadien s'est légèrement raffermi sur la base d'une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Les rendements des obligations d'État à court terme sont demeurés relativement stables au Canada depuis avril, alors que ceux des titres américains comparables ont quelque peu augmenté sous l'effet des majorations effectives et anticipées du taux des fonds fédéraux.

Les rendements des obligations d'État à long terme des deux pays ont chuté de 20 à 30 points de base. Ce repli s'inscrit dans une tendance mondiale qui a vu les taux longs s'établir à de très bas niveaux

dans la plupart des pays industriels. Cette évolution résulte possiblement en partie de certains facteurs techniques, mais la faiblesse des rendements serait compatible avec un niveau élevé de l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises. Les primes de risque sur les obligations de sociétés sont également très basses.

Les perspectives de l'économie canadienne

Au Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'activité économique pendant le reste de l'année et tout au long de 2006 (Tableau 1). Divers facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront de s'accroître de façon substantielle. Parmi eux, mentionnons le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre de secteurs, l'expansion économique à l'échelle mondiale et le niveau relativement soutenu des prix des produits de base qui l'accompagne, le maintien de conditions financières favorables, la fermeté des bénéfices, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

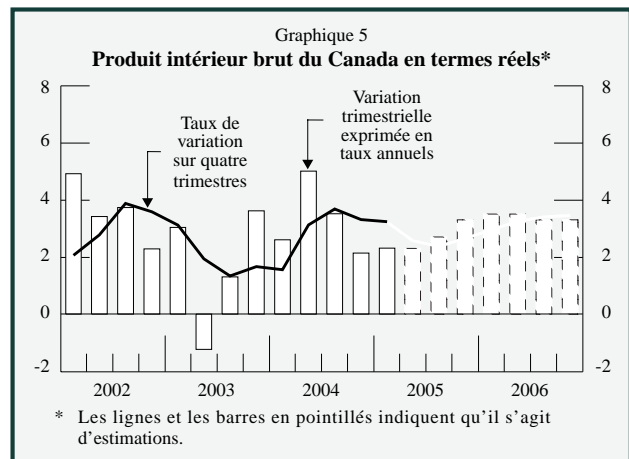
Après avoir solidement progressé au premier trimestre de 2005, les dépenses de consommation devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur de gains supplémentaires au chapitre des revenus réels, des effets persistants de la détente monétaire passée et de la confiance relativement élevée des consommateurs. On estime cependant que les investissements dans le logement resteront sensiblement inchangés, dans l'ensemble, au cours de cette période. Les perspectives actuelles tiennent compte d'une croissance un peu plus accentuée des dépenses publiques qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'avril. On s'attend néanmoins toujours à ce que les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmentent à peu près au même rythme que les recettes, les

Tableau 1			
Contribution à la croissance annuelle du PIB réel¹			
En points de pourcentage			
	2004	2005	2006
Consommation	1,9 (1,9)	2,2 (2,0)	1,8 (1,9)
Logement	0,5 (0,5)	0,2 (0,1)	-0,2 (-0,1)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,8 (0,7)	1,0 (0,9)
Investissements fixes des entreprises	0,7 (0,7)	0,9 (1,0)	0,8 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	3,7 (3,7)	4,1 (3,8)	3,4 (3,5)
Exportations	1,9 (1,9)	1,4 (0,9)	2,2 (2,2)
Importations	-2,7 (-2,7)	-2,8 (-2,0)	-2,2 (-2,4)
Total partiel : exportations nettes	-0,8 (-0,8)	-1,4 (-1,1)	0 (-0,2)
Stocks	0 (-0,1)	0 (-0,1)	-0,1 (0)
PIB	2,9 (2,8)	2,7 (2,6)	3,3 (3,3)

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'avril.

administrations gardant le cap sur l'équilibre budgétaire.

La poursuite du vif essor de l'activité à l'échelle du globe, et en particulier aux États-Unis, devrait stimuler la demande d'exportations canadiennes, tandis que la vigueur des investissements en machines et en matériel viendra soutenir les importations. L'appréciation passée du dollar canadien continuera probablement de brider les exportations et de dynamiser les importations du Canada, mais cet effet devrait s'estomper de beaucoup l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel semble avoir atteint son point culminant en zone négative et devrait se situer à zéro en 2006 (Tableau 1).



Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,7 % en 2005 et à 3,3 % en 2006, soit essentiellement les mêmes chiffres qui étaient anticipés dans le *Rapport* d'avril.

La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel se hisse à environ 3 % en moyenne au second semestre de 2005, et à 3,4 % au cours des quatre trimestres de 2006 (Graphique 5, Tableau 2). Cette projection, fondée sur un taux de croissance escompté de 3 % de la production potentielle, implique que l'économie tournera à plein régime au deuxième semestre de 2006.

Au premier trimestre de 2005, la productivité du travail a gagné un point de pourcentage par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après s'être accrue d'une manière étonnamment modérée deux ans de suite. Malgré cette remontée encourageante, la croissance de la productivité reste inférieure au taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu par la Banque. Cette dernière continuera d'examiner l'évolution de la productivité afin d'évaluer la croissance de la production potentielle.

Les perspectives en matière d'inflation

Les facteurs qui influent sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux exposés dans le *Rapport* d'avril.

Le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir non loin de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que l'économie tournera près de son plein potentiel, et puisque les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2006 (Tableau 2).

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence importante sur le rythme d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Si l'on en juge par la moyenne des récents cours à terme du pétrole, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait monter à environ 2,5 % dans les derniers mois de 2005, avant de redescendre au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2006.

	2005			2006	
	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (Taux de variation trimestrielle)	2,3 (2,5)	2,7 (2,7)	3,3 (3,3)	3,5 (3,5)	3,3 (3,4)
PIB réel (Taux de variation sur quatre trimestres)	2,6 (2,4)	2,4 (2,4)	2,6 (2,7)	3,1 (3,1)	3,4 (3,4)
Indice de référence (Taux de variation sur douze mois)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)
IPC global (Taux de variation sur douze mois)	1,9 (2,1)	2,2 (2,3)	2,4 (2,3)	2,5 (2,2)	2,0 (1,8)
WTI** (niveau)	53 (56)	60 (57)	61 (57)	61 (56)	60 (54)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Inter-médiate (en S.É.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 juillet 2005

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>