



Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Janvier 2007

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 16 janvier 2007.

Vue d'ensemble

L'économie mondiale continue de connaître un essor robuste. La croissance a toutefois ralenti aux États-Unis en 2006, la faiblesse de l'activité ayant été concentrée dans les secteurs de l'automobile et du logement. Cette atonie ne semble pas s'être propagée au reste de l'économie américaine, et, comme des signes montrent que l'ajustement en cours dans ces secteurs a déjà été opéré en grande partie, on s'attend à une accélération du rythme d'expansion dans ce pays.

En raison de la baisse de la demande d'exportations canadiennes et de la nécessité d'ajuster les stocks, la croissance de la production au pays a ralenti plus fortement qu'on ne l'avait anticipé dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, et a avoisiné probablement 1,6 % en moyenne au second semestre de l'an dernier. La Banque estime qu'à la fin de 2006, l'économie canadienne fonctionnait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Le taux d'augmentation du PIB réel devrait se situer en moyenne à environ 2 1/2 % au premier semestre de 2007, puis s'élever à approximativement 2 3/4 % au semestre suivant. En 2008, le rythme d'expansion devrait demeurer conforme à celui de la production potentielle (estimé à 2,8 %), de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel durant toute la période considérée. Compte tenu de la faiblesse de

Faits saillants

- On estime que l'économie canadienne tournait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à sa capacité de production à la fin de 2006, après avoir enregistré une croissance plus faible que prévu au second semestre de l'année.
- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne continue de fonctionner près de son plein potentiel tout au long de 2007 et de 2008.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis retourner à la cible de 2 % en 2008, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % dans la première moitié de 2007 et y rester.
- Les risques qui pèsent sur la projection de la Banque en matière d'inflation demeurent relativement équilibrés, mais ont diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'octobre.
- La Banque juge, à l'heure actuelle, que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

l'activité observée au second semestre de 2006, ce profil d'évolution implique que l'économie croîtra à un taux annuel moyen de 2,3 % en 2007 et de 2,8 % en 2008.

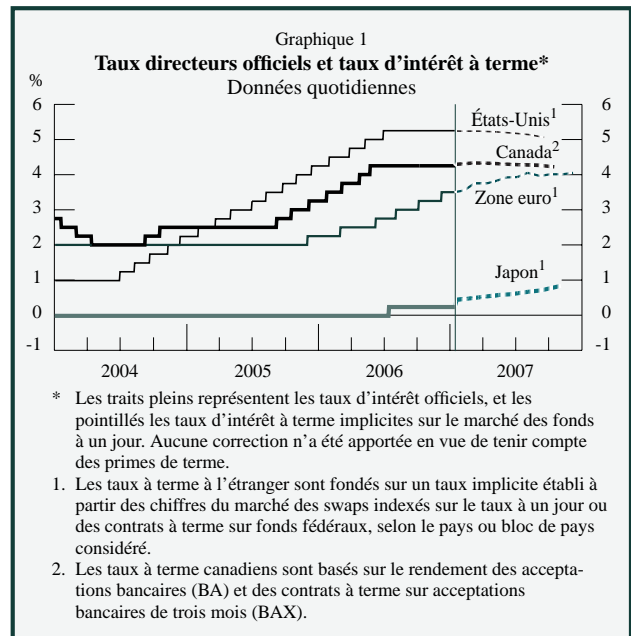
La trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC global restera influencée par les mouvements des cours de l'énergie et, pendant la première moitié de 2007, par l'effet de la réduction de la taxe sur les produits et services (TPS) entrée en vigueur l'an passé. Si les prix de l'énergie connaissent une évolution conforme aux cours actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait descendre à 1 % environ au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008. Étant donné que l'économie fonctionne près de son plein potentiel et que les pressions à la hausse exercées par les prix des logements sont un peu moins intenses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % dans la première moitié de 2007 et s'y maintenir tout au long de la période de projection.

La Banque juge que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés. Le plus important risque à la baisse tient toujours au fait que le rythme d'expansion de l'économie américaine pourrait être plus faible que prévu. Le principal risque à la hausse est lié à la progression des prix des logements et à l'augmentation des dépenses financées au moyen de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Ces risques, tant à la hausse qu'à la baisse, ont toutefois diminué quelque peu depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Il subsiste une mince possibilité que la résorption des déséquilibres mondiaux devienne désordonnée, en l'absence de nouvelles mesures de politique appropriées à l'échelle internationale.

De plus, une incertitude considérable entoure encore le taux d'accroissement tendanciel de la productivité au Canada. Les chiffres récents de la productivité sont faibles, et on ne sait pas au juste dans quelle mesure ce résultat est attribuable à des facteurs cycliques.

La Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 4,25 % le 5 décembre 2006 et le 16 janvier 2007 (Graphique 1). À la lumière des perspectives qu'elle entrevoit, la Banque juge, à l'heure actuelle,



que son taux directeur se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

La croissance de l'économie mondiale est restée robuste depuis la publication du *Rapport* d'octobre. L'expansion économique dans la zone euro au cours des derniers mois a été un peu plus forte que prévu, et l'essor de l'activité continue de dépasser les attentes en Chine. Au Japon, les investissements des entreprises et les exportations demeurent vigoureux, mais les dépenses de consommation des ménages sont relativement faibles. Le raffermissement de la demande dans les pays d'outre-mer, en particulier au titre des investissements des entreprises, ainsi que la modeste dépréciation qu'a connue le dollar américain (en termes effectifs réels) au cours de la dernière année et demie soutiennent encore les exportations des États-Unis. Cette évolution est conforme aux projections de la Banque, qui supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée.

À la faveur du dynamisme persistant de la demande mondiale, les prix des produits de base sont restés élevés depuis la parution du

Rapport d'octobre. Les cours du pétrole et du gaz naturel se sont toutefois repliés dernièrement, en raison du temps inhabituellement doux que connaît l'Amérique du Nord.

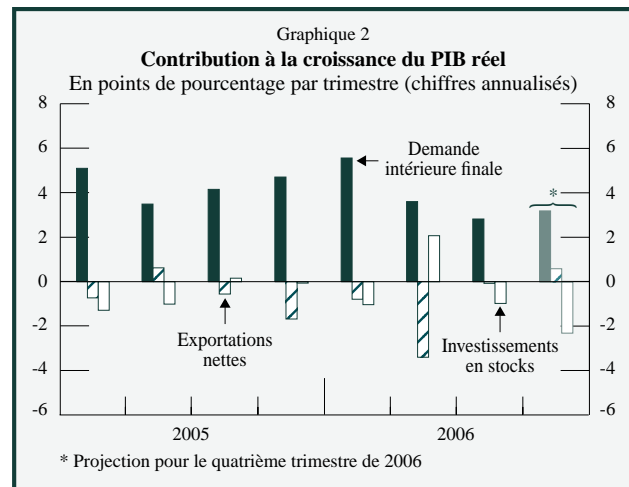
Après s'être inscrit en forte hausse au début de 2006, le rythme de croissance du PIB réel américain s'est modéré. Cette décélération a résulté surtout d'un recul marqué des investissements dans le secteur résidentiel et de la réduction de la production de véhicules automobiles. De façon plus générale, la nécessité d'ajuster les stocks restreint aussi la production manufacturière, et les investissements des entreprises sont un peu moins robustes qu'on ne l'avait d'abord escompté. Cependant, les ajustements qui s'opèrent dans les secteurs du logement et de l'automobile n'ont pas eu de retombées importantes sur le reste de l'économie américaine. Les dépenses des ménages sont demeurées vigoureuses, soutenues par la progression constante de l'emploi dans le secteur des services.

L'activité économique au Canada

La croissance de la production s'est affaiblie au Canada, dans la foulée du ralentissement de l'économie américaine. Le PIB réel a crû à un taux annualisé de 1,7 % au troisième trimestre. Bien que ce résultat soit légèrement inférieur à celui projeté dans le *Rapport d'octobre*, le niveau du PIB réel pour ce trimestre a été conforme aux prévisions, du fait d'une révision à la hausse des chiffres de la croissance au premier trimestre. D'après les données disponibles, la progression du PIB réel au quatrième trimestre de 2006 s'est probablement établie à quelque 1,5 %, comparativement au taux de 2,8 % anticipé en octobre.

Ce fléchissement du rythme d'expansion au second semestre de 2006 était attribuable principalement au tassement de la demande américaine de matériaux de construction et de véhicules automobiles, qui a eu une incidence négative sur les exportations du Canada, et à la nécessité pour les entreprises du pays d'ajuster leurs stocks. Cet ajustement semble avoir été lié en bonne partie, mais pas entièrement, à la diminution de la demande de biens canadiens aux États-Unis.

La demande intérieure finale reste le principal moteur de la croissance du PIB au Canada (Graphique 2). La vigueur du marché du travail et les gains au chapitre du revenu disponible réel des particuliers, conjugués à la



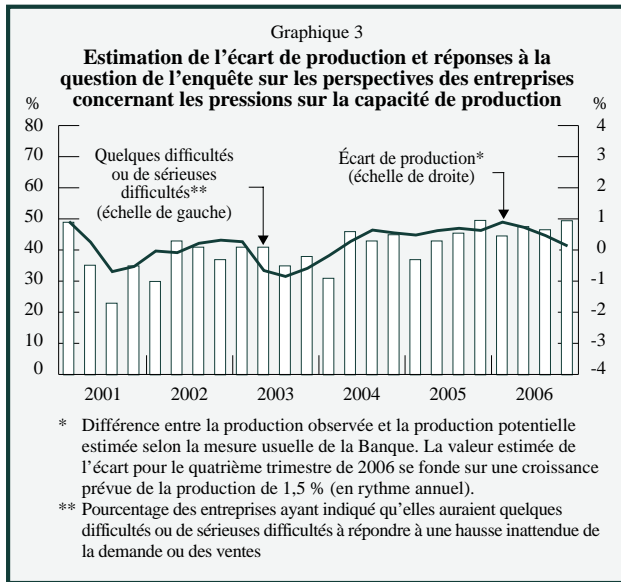
hausse de l'avoir net des ménages et des crédits aux ménages, ont continué de favoriser un vif essor des dépenses de consommation.

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

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 l'économie tournait à un niveau équivalent ou tout juste supérieur à celui de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2006.

Un certain nombre d'indicateurs donnent à penser que l'économie fonctionnait au-dessus de sa capacité de production. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours au-dessus de la moyenne (Graphique 3). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au quatrième trimestre¹. En décembre, le ratio de l'emploi à la population s'est maintenu à un très haut niveau par rapport à ce qu'il a été dans le passé, et le taux de chômage était à son plus bas niveau en 30 ans. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie un peu au-dessus de 2 % au cours des derniers mois.

1. Le taux d'augmentation de la capacité de production des dernières années, estimé au moyen de la mesure dont se sert habituellement la Banque, a été revu légèrement à la baisse, en partie à cause de l'incidence de la faible progression observée de la productivité du travail sur le taux de croissance tendanciel estimé de la productivité du travail.



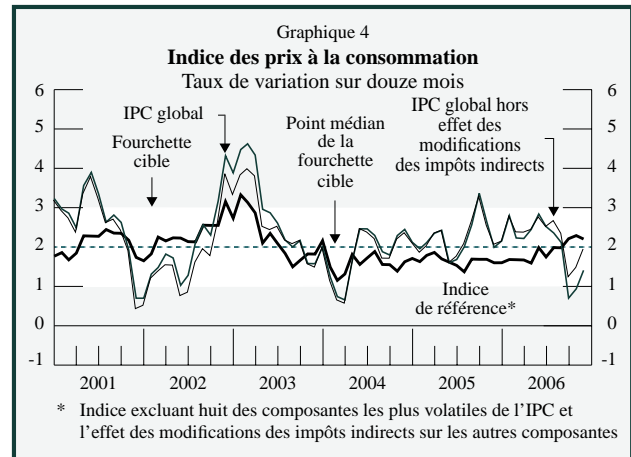
Par contre, le taux d'augmentation sous-jacent des salaires (calculé à partir des gains horaires moyens des employés permanents), qui s'était accru plus tôt en 2006, s'est replié pour se situer dans une fourchette de 2 1/2 à 3 1/2 % durant les derniers mois. En outre, le pourcentage de firmes qui font état de pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête menée cet hiver par la Banque, était légèrement inférieur à la moyenne.

L'inflation et la cible de 2 %

Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu moins élevée qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* d'octobre. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est descendu tout juste au-dessous de 1 % en septembre et en octobre 2006 (Graphique 4)², en raison principalement, comme on s'y attendait, de la montée temporaire des cours de l'énergie enregistrée en septembre 2005 à la suite du passage d'ouragans, ainsi que du repli inattendu des prix de l'essence et du gaz naturel. L'inflation mesurée par l'IPC global est remontée à 1,4 % en novembre, lorsque l'effet de la montée temporaire des cours de l'énergie a disparu.

De septembre à novembre 2006, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à environ 2,2 %, comparativement à 2 % en juillet et en août.

2. La réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 a pour effet de retrancher environ un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation de l'IPC global pendant un an.



Cette augmentation a été imputable en grande partie à la légère accélération du rythme de progression des coûts du logement et des autres services inclus dans l'indice de référence, quoique certains signes plus récents font état d'une modération de l'accroissement du prix des habitations. Les diminutions des prix de nombreux biens à forte teneur en importations ont continué d'exercer une pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB est passé de 3,0 % au deuxième trimestre de 2006 à 1,4 % au trimestre suivant, ce qui reflète une réduction supplémentaire des termes de l'échange du Canada. Par conséquent, la progression du PIB nominal en glissement annuel s'est ralentie davantage.

Les marchés financiers et les conditions du crédit

Les taux d'intérêt à long terme, la volatilité des marchés et les écarts de rendement sont demeurés faibles dans la plupart des pays. De plus, un grand nombre d'indices boursiers ont récemment enregistré leurs plus hauts niveaux depuis des années, voire des sommets jamais atteints auparavant.

Dans ces circonstances, les conditions de financement continuent d'être favorables au Canada. Les institutions et les marchés financiers sont toujours disposés à prêter aux entreprises, ces dernières bénéficiant encore d'une forte rentabilité et de bilans solides dans leur ensemble. Le taux de croissance du crédit qui leur est consenti se situe près de sa moyenne historique, et le modeste recul

observé depuis le début de 2006 tient vraisemblablement à un léger ralentissement de la demande plutôt qu'à un resserrement de l'offre de crédit. Le rythme de progression du crédit aux ménages se maintient bien au-dessus de sa moyenne historique, bien qu'il ait décéléré quelque peu depuis la parution du dernier rapport. Cet essor est dû en partie à l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et au sens large a continué de s'accélérer.

Durant les trois derniers mois, le cours du dollar canadien est passé d'un sommet de 89,5 cents É.-U. à un creux de près de 84,5 cents É.-U. Au nombre des causes de ce repli, mentionnons la faiblesse récente des prix de l'énergie ainsi que le tarissement des flux de devises transfrontières découlant des fusions et acquisitions.

Les perspectives économiques

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 84,5 à 87,5 cents É.-U. observée depuis l'annonce de décembre du taux directeur.

On s'attend encore à ce que le vif essor de l'économie mondiale s'atténue et à ce que celle-ci progresse à une cadence plus soutenable en 2007 et 2008. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit que le taux d'expansion à l'échelle du globe passera de 5,1 % en 2006 à 4,7 % en 2007, puis à 4,5 % en 2008.

Le scénario de référence concernant l'économie américaine prévoit que le rythme d'augmentation du PIB réel remontera à celui de la production potentielle au second semestre de 2007, puis le dépassera quelque peu en 2008. Le taux d'expansion annuel devrait s'établir à 2,5 % en 2007 et à 3,2 % en 2008 (des chiffres très proches de ceux projetés dans la livraison d'octobre du *Rapport*).

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel sont inférieurs à ceux envisagés en octobre. Selon les contrats à terme, le prix du baril de pétrole brut, actuellement d'environ 53 dollars É.-U., monterait à approximativement 59 dollars É.-U. en moyenne en 2007,

puis aux alentours de 63 dollars É.-U. en 2008. On entrevoit encore que l'indice des prix des produits de base non énergétiques se repliera légèrement, pendant la période considérée, par rapport aux très hauts niveaux observés vers la fin de 2006.

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélérera au cours de 2007 et que le taux de croissance trimestriel annualisé avoisinera en moyenne 2 1/2 % au premier semestre et 2 3/4 % au second semestre. Combinées au ralentissement de l'expansion enregistré dans les six derniers mois de 2006, ces projections impliquent que l'économie progressera à un taux annuel moyen de 2,3 % en 2007. En 2008, la croissance devrait atteindre 2,8 %, soit un rythme conforme à celui de la production potentielle. Ce scénario permet de penser que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période de projection.

	2006	2007	2008
Consommation	2,2 (2,2)	1,7 (1,8)	1,7 (1,7)
Logement	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,7 (0,8)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	0,9 (1,0)	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,2)	3,0 (3,2)	2,8 (2,8)
Exportations	0,4 (0,6)	0,5 (0,7)	1,1 (1,1)
Importations	-1,6 (-1,9)	-1,3 (-1,4)	-1,1 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,2 (-1,3)	-0,8 (-0,7)	0 (0)
Stocks	-0,2 (-0,1)	0,1 (0)	0 (0)
PIB	2,7 (2,8)	2,3 (2,5)	2,8 (2,8)

a. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'octobre.

La vigueur de la demande intérieure au Canada continue de caractériser le scénario de référence (Tableau 1).

On estime toutefois que la progression des exportations canadiennes restera faible à court terme, pour s'accélérer graduellement en 2007 et 2008. Parallèlement, des gains notables prévus au chapitre des investissements en machines et en matériel devraient encore contribuer à dynamiser les importations. Par conséquent, on s'attend à ce que les exportations nettes brident encore considérablement la croissance globale en 2007 et à ce que cet effet diminue au cours de la période de projection.

Le processus d'ajustement des stocks qui était manifeste au second semestre de 2006 devrait être en grande partie terminé au début de 2007, si bien qu'il ne freinerait plus l'expansion de l'économie.

Les projections relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence ont peu changé depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Comme on s'attend à ce que l'économie

continue de tourner près de son plein potentiel et à ce que les pressions exercées par les prix des logements s'atténuent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à 2 % au premier semestre de 2007 et se maintenir à ce niveau tout au long de la période considérée.

La diminution de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 ainsi que le comportement des marchés du pétrole brut, de l'essence et du gaz naturel auront une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global en 2007. L'inflation mesurée par cet indice devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 1 % au premier semestre de 2007, puis remonter à la cible de 2 % au début de 2008 (Tableau 2).

Dans ce scénario de référence, le niveau actuel du taux directeur est compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

	2006		2007			2008
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	1,7 (2,0)	1,5 (2,8)	2,4 (2,4)	2,6 (2,5)	2,8 (2,7)	2,9 (2,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,3 (2,6)	1,9 (2,3)	2,1 (2,4)	2,5 (2,6)	2,8 (2,8)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,0)	2,2 (2,1)	2,1 (2,2)	2,0 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,7 (1,7)	1,3 (1,5)	1,2 (1,4)	1,0 (1,4)	1,7 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	1,8 (2,0)	1,7 (1,9)	1,5 (1,9)	1,7 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI ^c (niveau)	71 (71)	60 (60)	56 (63)	58 (65)	61 (66)	63 (67)

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

b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

c. 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 janvier 2007.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.