



# Rapport sur la politique monétaire

## Mise à jour

Juillet 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 10 juillet 2007.*

### Vue d'ensemble

La croissance économique et l'inflation au Canada au premier semestre de l'année ont été plus élevées qu'on ne s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Renforcée par la fermeté des cours des produits de base, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance au pays. La Banque juge que l'économie fonctionne à l'heure actuelle davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence ont été supérieurs aux chiffres avancés en avril et dépassent la cible d'inflation, établie à 2 %. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont augmenté et le dollar canadien s'est fortement apprécié, évoluant bien au-dessus de la fourchette prise pour hypothèse dans le dernier rapport.

La Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera de 2,5 % en 2007, soit à un rythme un peu plus rapide qu'envisagé en avril, et un peu plus lentement en 2008 et 2009 qu'elle ne l'avait projeté antérieurement. Dans ce nouveau scénario, le niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous les segments de la courbe et le maintien postulé du dollar canadien dans une fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. contribuent à modérer la croissance en 2008 et 2009, pour la ramener à environ 2 1/2 % en moyenne. L'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada est ainsi rétabli en 2009.

L'inflation devrait être légèrement plus élevée et plus persistante qu'escompté dans le *Rapport* d'avril. Toutefois, à mesure que l'excédent de la demande diminuera, les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devraient redescendre pour s'établir

### Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril.
- La Banque prévoit que le taux de croissance annuel moyen s'établira à environ 2 1/2 % jusqu'à la fin de 2009 et que l'économie retournera à son potentiel en 2009.
- L'inflation devrait être légèrement plus élevée qu'escompté dans le *Rapport* d'avril, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le début de 2009.
- La projection de la Banque au sujet de l'inflation est entachée de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et ceux-ci semblent relativement équilibrés.
- Compte tenu de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur.

à 2 % au début de 2009. Les autres facteurs qui contribueront au recul de l'inflation sont la plus forte pression à la baisse que l'appréciation du dollar canadien exerce sur les prix des importations, et le ralentissement continu du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. Par suite de la disparition de l'effet direct de la réduction de la TPS, et compte tenu de l'incidence du repli temporaire des prix de l'essence à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait culminer à environ 3 % au quatrième trimestre de 2007.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la nouvelle projection de la Banque en matière d'inflation. Le plus important risque à la hausse tient à la possibilité que la demande des ménages au Canada se révèle plus forte que prévu, ce qui pourrait atténuer la pression à la baisse exercée sur l'inflation par la diminution des prix des importations et par la décélération du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. La montée des emprunts des ménages et la croissance plus rapide de la monnaie au sens large laissent entrevoir ce risque. Du côté des risques à la baisse, l'ajustement de l'économie du pays à la rapide appréciation du dollar canadien pourrait modérer la demande de biens et de services canadiens et réduire plus que prévu les pressions inflationnistes. De plus, l'ajustement en cours dans le secteur du logement aux États-Unis pourrait se prolonger, ce qui pourrait avoir des retombées plus généralisées sur l'économie américaine et limiter davantage l'expansion des exportations canadiennes. Dans l'ensemble, les risques à la hausse et à la baisse qui entourent la projection de la Banque en matière d'inflation semblent relativement équilibrés.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque a porté son taux directeur à 4,5 % le 10 juillet. Elle estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux cible du financement à un jour afin de ramener l'inflation à la cible à moyen terme.

## L'évolution économique récente

### *La conjoncture internationale*

À l'extérieur de l'Amérique du Nord, la croissance économique a généralement été plus robuste qu'on ne l'anticipait au moment de la

publication du *Rapport* d'avril. La tenue des pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, dépasse encore les prévisions. En Europe et au Japon, l'expansion de l'activité au cours des derniers mois a aussi été plus vive qu'escompté, et le raffermissement de la demande intérieure s'est poursuivi.

L'évolution de l'économie américaine a été essentiellement conforme aux attentes. Après avoir été plus faible que prévu au premier trimestre, la croissance semble avoir repris au deuxième trimestre. L'activité continue de ralentir dans le secteur du logement, mais les investissements des entreprises regagnent apparemment de la vigueur. De plus, la progression des dépenses des ménages est demeurée solide, ce qui donne à penser que l'ajustement en cours dans le secteur du logement n'a pas eu de retombées notables. Dans l'ensemble, la plupart des données récentes sont compatibles avec le retour de l'économie à un niveau proche de son potentiel de croissance, et l'inflation a reculé quelque peu aux États-Unis.

Sous l'effet de la vigueur soutenue de la demande mondiale et des préoccupations liées aux approvisionnements, les cours du pétrole ont augmenté. Les prix des autres produits de base sont demeurés généralement élevés, en gros comme on s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

### *L'activité économique au Canada*

La croissance de l'économie canadienne s'est nettement accélérée au premier trimestre de 2007, le PIB réel ayant progressé à un taux annualisé de 3,7 %. Ce chiffre est plus élevé que celui de 2,5 % anticipé dans le *Rapport* d'avril. Malgré la faible expansion de l'économie américaine au premier trimestre de 2007, le volume des exportations canadiennes a été plus important qu'escompté. Les investissements en stocks ont aussi été supérieurs aux prévisions.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance économique au Canada durant le premier trimestre. Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté de façon marquée, principalement en raison de la forte montée de l'emploi. L'avoir net des ménages a également continué de croître, grâce notamment à la bonne tenue des termes de l'échange du Canada. Parallèlement, le vif

essor du crédit aux ménages s'est poursuivi. Cette évolution a favorisé une hausse considérable des dépenses des ménages. En outre, la correction des stocks qui avait sensiblement freiné la croissance au second semestre de 2006 était achevée au début de 2007.

D'après les données disponibles, le PIB réel aurait progressé à un rythme annualisé de 2,8 % au deuxième trimestre de 2007, ce qui est supérieur au taux de 2,3 % avancé dans le *Rapport* d'avril. Les dépenses de consommation et les exportations, en particulier, affichaient un grand dynamisme au début du trimestre.

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

Plusieurs indicateurs donnent à penser que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne était plus élevée, au deuxième trimestre de 2007, que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril. Selon les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, la proportion de firmes ayant indiqué qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a atteint son plus haut niveau depuis le milieu de 2000 (Graphique 1). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production montre que

l'économie tournait à environ 0,6 % au-dessus de sa capacité de production au deuxième trimestre de 2007, soit un niveau perceptiblement plus élevé que celui anticipé en avril<sup>1</sup>.

Un certain nombre d'indicateurs font encore état de tensions sur le marché du travail, et les mesures des coûts sous-jacents de main-d'œuvre ont légèrement augmenté. Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet sans précédent, et le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau en 33 ans. Cependant, la proportion des firmes ayant signalé une pénurie de main-d'œuvre lors de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises a diminué.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à environ un demi pour cent au-dessus de sa capacité au deuxième trimestre de 2007.

### ***L'inflation et la cible de 2 %***

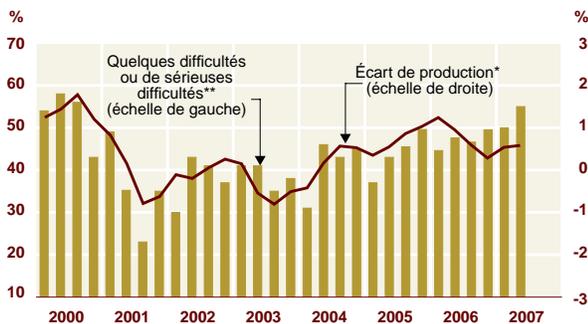
L'inflation a été plus élevée qu'on ne s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier. Cette évolution cadre avec la présence d'une demande excédentaire accrue au sein de l'économie canadienne. Elle traduit aussi certains mouvements de prix relatifs.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,8 % au premier trimestre de 2007 à 2,2 % en avril et mai (Graphique 2). Cette hausse plus prononcée que prévu de l'IPC global résulte de la progression supérieure aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence et de nouvelles augmentations des prix de certaines composantes volatiles de l'indice, notamment l'essence, dont le renchérissement est attribuable principalement à des fermetures de raffineries et à la vigueur inattendue de la demande, et les fruits et légumes.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée à 2,4 % en moyenne en avril et mai, soit 0,2 point de pourcentage de plus

**Graphique 1**

**Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production**



\* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2007 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

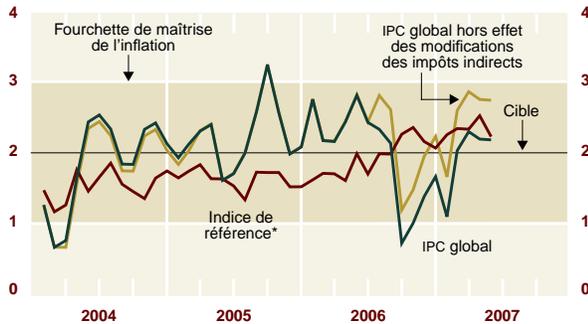
\*\* Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

1. Le niveau estimé de la demande excédentaire au deuxième trimestre de 2007 est supérieur de presque 0,5 point de pourcentage à celui que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril. Cet écart tient à une hausse d'environ 0,25 % du niveau projeté du PIB réel au deuxième trimestre et à une baisse de quelque 0,2 % du niveau estimé de la capacité de production, qui résulte en grande partie de la faiblesse continue de la productivité du travail.

**Graphique 2**

**Indice des prix à la consommation**

Taux de variation sur douze mois



\* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

que le chiffre avancé pour le deuxième trimestre dans le *Rapport* d'avril. Le rythme d'accroissement des prix des services hors logement compris dans cet indice s'est accéléré, sous l'effet des fortes pressions de la demande. Les prix et marges sur coût d'achat des vêtements et des autres biens semi-durables ont aussi été plus élevés que prévu. La hausse des frais de logement, bien qu'encore relativement importante, poursuit sa décélération tel qu'on s'y attendait généralement, du fait de l'augmentation moins rapide des prix des maisons neuves.

**Les marchés financiers et les conditions du crédit**

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont grimpé dans plusieurs économies (Graphique 3). Ce mouvement s'explique en grande partie par l'augmentation attendue des taux d'intérêt réels, qui est compatible avec les perspectives d'un essor continu de l'économie mondiale. Les attentes à l'égard des taux directeurs sont aussi généralement à la hausse.

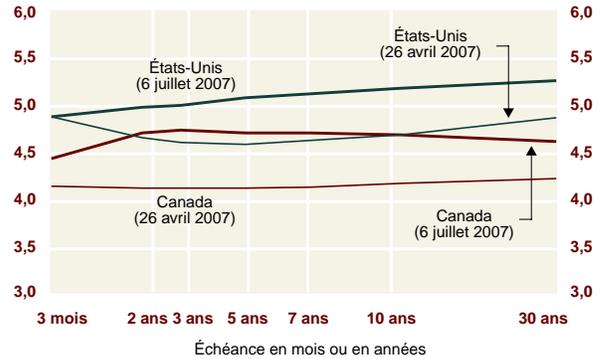
Au Canada, la croissance du crédit aux ménages demeure robuste, et celle du crédit aux entreprises a dépassé sa moyenne historique depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les agrégats monétaires ont également connu une solide expansion.

Le dollar canadien s'est fortement apprécié, se négociant entre 93 et 95,5 cents É.-U. depuis l'annonce de mai du taux directeur

**Graphique 3**

**Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis**

Taux de rendement des obligations d'État et des bons du Trésor

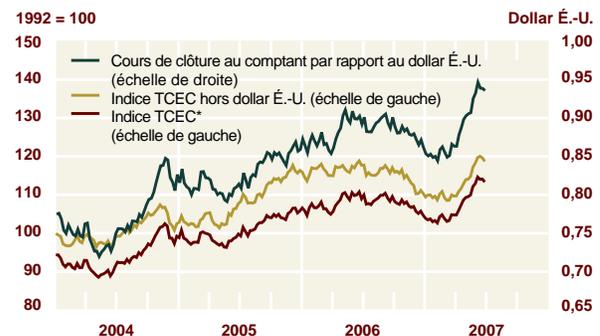


(Graphique 4). Sa valeur actuelle est nettement supérieure à la fourchette de 86,5 à 89,5 cents É.-U. postulée dans le *Rapport* d'avril. Cette appréciation tient dans une large mesure à la vigueur de la demande de biens et de services canadiens ainsi qu'à la fermeté soutenue des prix des produits de base. Cependant, le cours du dollar semble avoir réagi plus fortement à ces facteurs que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de son évolution passée.

**Graphique 4**

**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 perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : une résorption graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux, une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. observée depuis l'annonce de mai du taux directeur.

Les perspectives concernant l'économie mondiale sont légèrement plus favorables qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* d'avril, la croissance s'annonçant robuste au cours des trois prochaines années. Un certain ralentissement est encore prévu, à mesure que l'offre excédentaire mondiale se contractera et que l'incidence du resserrement continu des politiques monétaires se fera sentir. Le taux d'expansion économique à l'échelle du globe devrait passer de 5,0 % en 2007 à 4,8 % en 2008, puis à 4,6 % en 2009.

La projection relative à l'économie américaine a peu changé comparativement à celle présentée dans le *Rapport* d'avril. On s'attend à ce que le rythme d'augmentation du PIB passe de quelque 3,3 % en 2006 à environ 2,1 % en 2007. La réduction des investissements dans la construction résidentielle continuera vraisemblablement de ralentir la croissance du PIB au cours des prochains trimestres. Toutefois, les exportations américaines devraient bénéficier du raffermissement de la demande intérieure dans d'autres pays et de la dépréciation du dollar É.-U., et les investissements des entreprises progressent. La croissance du PIB devrait s'établir à environ 3 % en 2008 et 2009.

Les cours à terme du pétrole brut sont supérieurs à ceux indiqués dans le *Rapport* d'avril. L'indice des prix des produits de base non énergétiques se situe à un haut niveau, et on pense encore qu'il se repliera graduellement pendant la période considérée.

Dans sa projection pour le Canada, la Banque prévoit que la progression du PIB sera un peu plus rapide en 2007 et un peu plus lente en 2008 et 2009 qu'envisagé dans le *Rapport* d'avril. Le taux de croissance trimestriel annualisé devrait avoisiner en moyenne 2 3/4 % au cours des trois derniers trimestres de cette année et 2 1/2 % tout au long de 2008 et de 2009 (Tableau 1).

|  | 2007                      |                      |                      |                      | 2008                 |                     | 2009         |
|--|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|--------------|
|  | 1 <sup>er</sup> trim.     | 2 <sup>e</sup> trim. | 3 <sup>e</sup> trim. | 4 <sup>e</sup> trim. | 1 <sup>er</sup> sem. | 2 <sup>e</sup> sem. |              |
| PIB réel<br>(taux de croissance trimestriels annualisés) <sup>b</sup>  | 3,7<br>(2,5)              | 2,8<br>(2,3)         | 2,7<br>(2,5)         | 2,6<br>(2,7)         | 2,6<br>(2,8)         | 2,4<br>(2,8)        | 2,5<br>(2,7) |
| PIB réel<br>(taux de variation en glissement annuel)   | 2,0<br>(2,0)              | 2,3<br>(2,1)         | 2,6<br>(2,2)         | 2,9<br>(2,5)         | 2,6<br>(2,6)         | 2,5<br>(2,8)        | 2,4<br>(2,7) |
| Indice de référence<br>(taux de variation en glissement annuel)  | 2,3<br>(2,3)              | 2,4<br>(2,2)         | 2,3<br>(2,1)         | 2,2<br>(2,0)         | 2,2<br>(2,0)         | 2,1<br>(2,0)        | 2,0<br>(2,0) |
| IPC global<br>(taux de variation en glissement annuel)   | 1,8 <sup>c</sup><br>(1,9) | 2,3<br>(1,9)         | 2,6<br>(2,3)         | 3,0<br>(2,8)         | 2,4<br>(2,2)         | 2,1<br>(2,0)        | 2,0<br>(2,0) |
| IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects<br>(taux de variation en glissement annuel) | 2,3 <sup>c</sup><br>(2,4) | 2,8<br>(2,4)         | 2,7<br>(2,3)         | 3,0<br>(2,8)         | 2,4<br>(2,2)         | 2,1<br>(2,0)        | 2,0<br>(2,0) |
| WTI <sup>d</sup><br>(niveau)   | 58<br>(58)                | 65<br>(64)           | 71<br>(67)           | 71<br>(69)           | 72<br>(70)           | 73<br>(70)          | 73<br>(70)   |

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le *Rapport* d'avril.
- b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
- c. Les modifications apportées aux taux de variation en glissement annuel de l'IPC global et de l'IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects au premier trimestre de 2007 résultent de l'arrondissement associé au changement de l'année de base de l'IPC, de 1992 à 2002.
- d. 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 6 juillet 2007.

La demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique au pays durant la période de projection, à la faveur de la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et des chiffres élevés de l'emploi (Tableau 2). La hausse des investissements en machines et matériel devrait encore contribuer à dynamiser les importations. Même si le redressement progressif de l'économie américaine au cours de la période considérée est propice aux exportations canadiennes, l'expansion de celles-ci devrait être plus faible qu'anticipé antérieurement en raison de l'appréciation du dollar

canadien. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les exportations nettes freinent la croissance en 2008 et 2009.

Comparativement à celui figurant dans le *Rapport* d'avril, le présent scénario prévoit un niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous les segments de la courbe et une appréciation du dollar canadien, deux facteurs qui contribuent à modérer la croissance et à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada en 2009<sup>2</sup>.

Les chiffres projetés relativement à l'inflation mesurée par l'indice de référence pour 2007 et 2008 sont légèrement plus élevés que ceux avancés dans le *Rapport* d'avril (Tableau 1). Une demande excédentaire supérieure à celle anticipée en avril devrait maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence au-dessus de 2 % pendant une plus longue période. Toutefois, trois facteurs devraient ramener le taux d'accroissement de cet indice à 2 % d'ici le début de 2009. Premièrement, les pressions émanant de la demande excédentaire devraient se résorber lentement sous l'effet du léger ralentissement de l'activité économique en 2008 et 2009. Deuxièmement, compte tenu du raffermissement du dollar canadien, la pression à la baisse que le recul des prix des biens importés fait peser sur l'inflation devrait être un peu plus forte que prévu antérieurement. Enfin, on s'attend à ce que l'incidence de la hausse des prix des maisons neuves sur l'inflation s'atténue encore.

La trajectoire projetée du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global reflète le nouveau scénario concernant l'indice de référence, les attentes relatives aux prix de l'énergie et l'effet des modifications apportées aux impôts indirects dans le passé. Comme les cours à terme du pétrole brut ont monté et que l'effet direct de la baisse de la TPS sur l'infla-

2. L'hypothèse concernant les taux d'augmentation de la production potentielle demeure inchangée comparativement à celle présentée dans le *Rapport* d'avril, soit 2,8 % pour 2007 et 2008 et 2,7 % pour 2009.

|  | 2006                   | 2007                   | 2008                 | 2009                 |
|--|------------------------|------------------------|----------------------|----------------------|
| Consommation                                     | 2,3<br>(2,2)           | 2,1<br>(1,8)           | 1,9<br>(1,6)         | 1,8<br>(1,7)         |
| Logement   | 0,1<br>(0,2)           | 0,1<br>(-0,1)          | -0,1<br>(-0,1)       | -0,1<br>(0)          |
| Administrations publiques                        | 0,8<br>(0,8)           | 0,6<br>(0,6)           | 0,7<br>(0,7)         | 0,6<br>(0,6)         |
| Investissements fixes des entreprises            | 1,2<br>(1,1)           | 0,6<br>(0,7)           | 0,6<br>(0,5)         | 0,4<br>(0,4)         |
| <b>Total partiel : demande intérieure finale</b> | <b>4,4<br/>(4,3)</b>   | <b>3,4<br/>(3,0)</b>   | <b>3,1<br/>(2,7)</b> | <b>2,7<br/>(2,7)</b> |
| Exportations                                     | 0,3<br>(0,5)           | 0,6<br>(0,4)           | 0,9<br>(1,3)         | 0,9<br>(1,0)         |
| Importations                                     | -1,6<br>(-1,7)         | -1,4<br>(-1,3)         | -1,5<br>(-1,3)       | -1,2<br>(-1,0)       |
| <b>Total partiel : exportations nettes</b>       | <b>-1,3<br/>(-1,2)</b> | <b>-0,8<br/>(-0,9)</b> | <b>-0,6<br/>(0)</b>  | <b>-0,3<br/>(0)</b>  |
| Stocks   | -0,3<br>(-0,4)         | -0,1<br>(0,1)          | 0,1<br>(0)           | 0<br>(0)             |
| <b>PIB</b>                                       | <b>2,8<br/>(2,7)</b>   | <b>2,5<br/>(2,2)</b>   | <b>2,6<br/>(2,7)</b> | <b>2,4<br/>(2,7)</b> |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le *Rapport* d'avril.

tion cessera de se faire sentir, cette mesure de l'inflation devrait continuer d'augmenter au second semestre de cette année. En raison du fort taux d'accroissement en glissement annuel des prix de l'essence, attribuable notamment à l'incidence du repli temporaire de ces prix à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global culminera à environ 3 % au quatrième trimestre. Elle devrait ensuite redescendre pour atteindre la cible de 2 % au début de 2009.

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](http://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](mailto:publications@banqueducanada.ca).