



BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2005



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 ont annoncé conjointement 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. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global 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 se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5285
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2005 —

*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.*

En tant que décideurs prudents, nous ne devons pas compter sur la chance pour nous tirer d'affaire. [...] Nous devons agir dès maintenant afin de relever les défis d'aujourd'hui et de demain, pour le bien-être de tous nos concitoyens.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
9 septembre 2005*

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	8
3. L'évolution financière	19
Les conditions du crédit	19
Les courbes de rendement et le taux de change	20
4. Les perspectives	23
La conjoncture internationale	23
La demande et l'offre globales au Canada ...	26
Le scénario de référence en matière d'inflation	30
Les risques pesant sur le scénario de référence	31
Bibliographie	34

Notes techniques

1. La croissance de la production observée et la mesure de la croissance de la production potentielle	11
2. L'évolution de la productivité au Canada	15
3. Les effets sur l'économie canadienne d'une hausse des prix de l'énergie	28

1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme solide depuis la publication, en juillet, de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*. Au Canada, l'expansion a légèrement dépassé les prévisions au premier semestre de l'année. Considérée globalement, l'économie du pays semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité de production.

Parallèlement, les économies mondiale et canadienne ont continué d'être marquées par de fortes variations des cours de l'énergie. Si les poussées des prix du pétrole brut et de l'essence causées par les ouragans qui ont frappé le golfe du Mexique se sont déjà inversées, les cours du gaz naturel et du mazout, ainsi que de l'essence, sont nettement supérieurs aux niveaux où ils se situaient en juillet, au moment de la parution de la *Mise à jour*.

En outre, le cours du dollar canadien évolue dans une fourchette plus élevée par rapport au dollar américain depuis la fin de l'été et il s'est accru encore davantage vis-à-vis d'autres grandes devises. Cette vigueur récente semble être soutenue par plusieurs facteurs fondamentaux, dont les hauts niveaux des prix du pétrole brut et du gaz naturel ainsi que la tenue généralement robuste de l'économie canadienne.

Les fluctuations passées et récentes des cours de l'énergie et du taux de change du dollar canadien, de même que la concurrence livrée par la Chine et les autres pays nouvellement industrialisés donnent lieu à d'importants ajustements au sein de l'économie canadienne. Ceux-ci ont entraîné des variations considérables dans les profils de croissance des divers secteurs et régions, ce qui complique beaucoup l'évaluation des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et de l'évolution future de la production potentielle. À la lumière des ajustements en cours et de la faible progression affichée ces dernières années par la productivité, la Banque a légèrement réduit son estimation de la croissance de la production potentielle pour 2005 et 2006.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'économie canadienne continuera de tourner à plein régime d'ici la fin de 2007. Le PIB réel devrait progresser à peu près au même rythme que la production potentielle durant la période de projection, s'accroissant en moyenne de 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % l'année suivante.

Étant donné que l'économie fonctionne aux limites de sa capacité et que l'énergie a renchéri, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation se sont quelque peu renforcées depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre. En supposant que les cours de l'énergie suivront la trajectoire indiquée par les prix actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 3 % en moyenne pendant le reste de l'année et le premier semestre de 2006, avant de redescendre à la cible de 2 % au second semestre. Par contraste, l'inflation mesurée par

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet

7 septembre — haussé de 25 points de base à 2,75 %

18 octobre — haussé de 25 points de base à 3 %

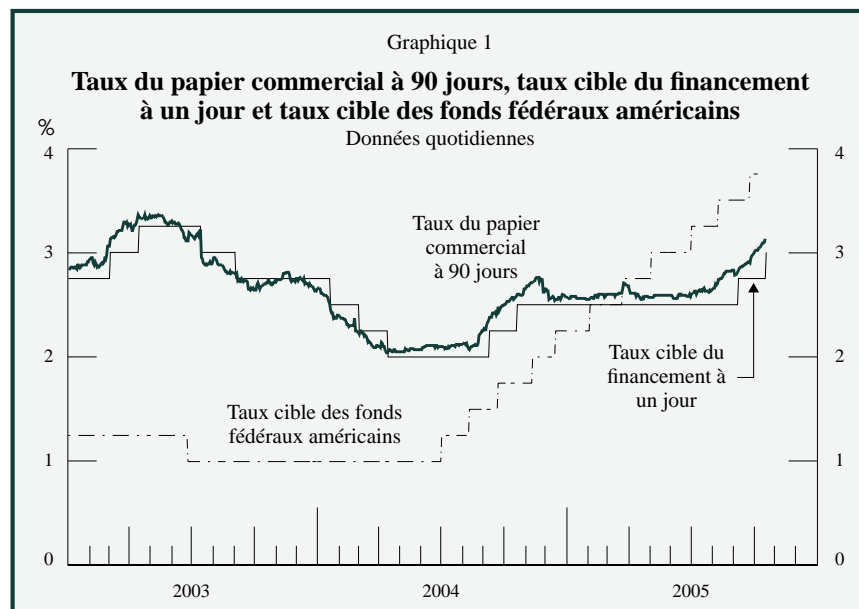
Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 18 octobre 2005.

l'indice de référence devrait se maintenir au-dessous de 2 % au cours des prochains mois. Mais comme l'économie tourne à plein régime et que les attentes d'inflation à long terme semblent bien arrimées, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence remonte à 2 % d'ici le milieu de 2006.

Le scénario de référence de la Banque relativement à la production et à l'inflation est entaché d'un certain nombre de risques et d'incertitudes. Pour les quatre à six prochains trimestres, ces risques concernent notamment l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours à l'échelle mondiale, l'incertitude entourant le niveau actuel et la croissance future de la production potentielle, ainsi que l'évolution des prix de l'énergie. Ces risques à court terme semblent équilibrés. Toutefois, le danger que la correction des déséquilibres économiques mondiaux puisse s'accompagner d'une période de faible expansion à l'échelle internationale s'accroît à partir de 2007.

La Banque a relevé son taux directeur de 25 points de base le 7 septembre et à nouveau le 18 octobre, pour le porter à 3 % (Graphique 1).

Tenant compte de sa projection et du fait que l'économie canadienne semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au cours des quatre à six prochains trimestres et de garder l'inflation au taux cible. Cependant, comme les risques à la baisse qui entachent les perspectives mondiales deviennent prépondérants à partir de 2007, la Banque suivra avec une attention particulière l'évolution de la conjoncture internationale. De façon plus générale, elle continuera d'évaluer les ajustements et les tendances sous-jacentes au sein de l'économie canadienne, ainsi que la résultante des risques, afin de mener la politique monétaire de manière à maintenir l'inflation à la cible visée à moyen terme.



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

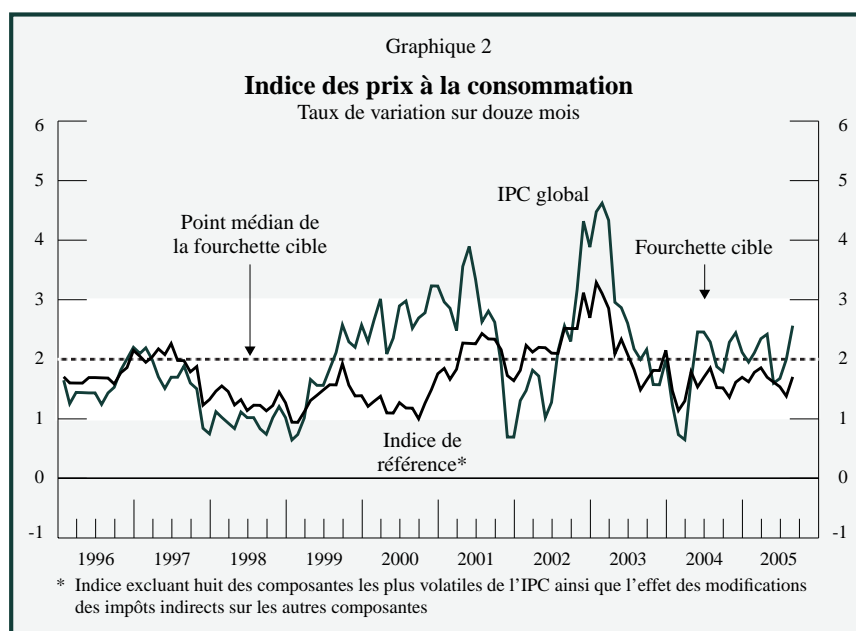
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a connu une volatilité considérable au cours des huit premiers mois de 2005 et s'est situé, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence — un indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation — s'est établie à 1,6 % en moyenne durant la même période¹.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie légèrement au-dessus de 2 % en moyenne durant les huit premiers mois de 2005.

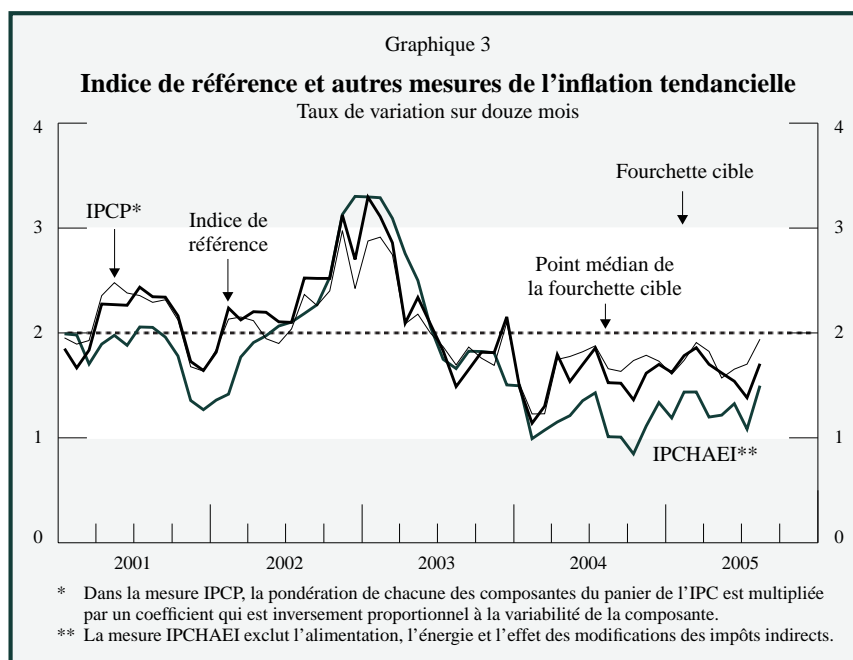
L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été très volatil au premier semestre de 2005, oscillant dans une fourchette de 1,6 à 2,4 %, principalement sous l'effet des variations des prix de l'essence. Par ailleurs, les nouvelles hausses substantielles des cours du pétrole brut depuis la fin de mai ont poussé ce taux à 2,6 % en août, et celui-ci s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre en raison de la flambée des prix du carburant qui a suivi les perturbations des opérations de raffinage aux États-Unis provoquées par les récents ouragans.

Le taux d'accroissement de l'IPC global a affiché une certaine volatilité, atteignant 2,6 % en août 2005.



1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces huit composantes 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.



Le taux d'augmentation de l'indice de référence et les autres mesures de l'inflation tendancielle sont demeurés sous les 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été de 1,7 % en août (Graphique 2). Ce taux correspond à celui projeté pour le troisième trimestre dans la *Mise à jour* de juillet. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées inférieures à 2 % (Graphique 3).

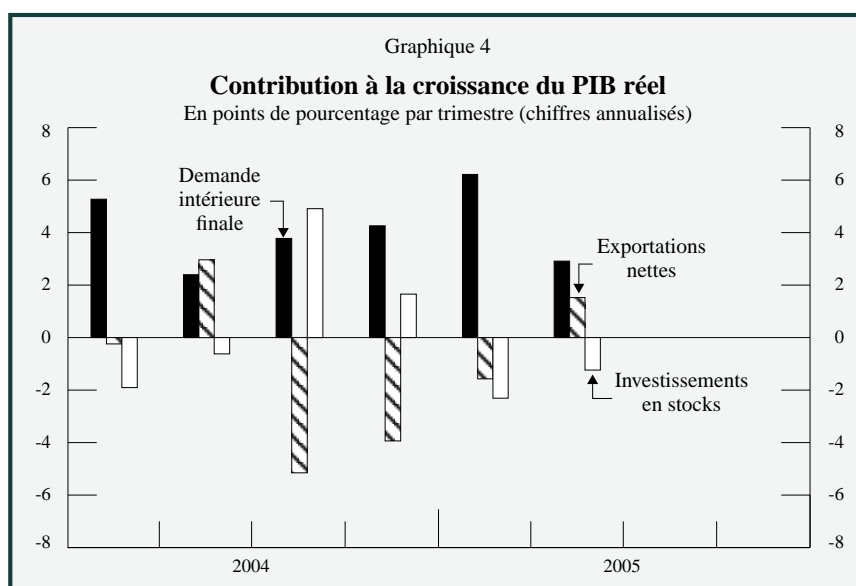
Le repli des cours mondiaux de divers produits de consommation et l'appréciation passée du dollar canadien, qui ont fait fléchir les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations, sont une source importante de pressions à la baisse sur le taux d'augmentation de l'indice de référence depuis le début de 2005. Les mouvements à court terme de cette mesure de l'inflation s'expliquent dans une large mesure par les fluctuations des prix des véhicules automobiles.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale au Canada

L'expansion économique a été plus vive que prévu durant la première moitié de 2005...

Le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2,7 % au premier semestre de 2005, ce qui est supérieur à la prévision énoncée dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, le niveau d'activité en milieu d'année était un peu plus élevé qu'escompté. Après avoir examiné les données disponibles et jugé modestes les répercussions des perturbations de l'économie américaine provoquées par les récents ouragans, la Banque estime que la croissance du PIB canadien a été de 3 % environ au troisième trimestre de 2005.



La demande intérieure finale a poursuivi son essor durant la première moitié de 2005 (Graphique 4). En outre, les exportations nettes, qui avaient accusé un fort recul au second semestre de l'an dernier, n'ont guère varié dans l'ensemble.

La reprise des exportations canadiennes au premier semestre de cette année a été alimentée par la vigoureuse expansion de l'économie américaine. L'appréciation du huard en 2003 et en 2004, qui avait grandement contribué au repli des exportations au second semestre de l'an dernier, n'a pas semblé avoir d'autres retombées négatives sensibles sur le niveau de ces dernières au premier semestre de 2005. Les exportations de machines et matériel ont connu une hausse particulièrement vive, tandis que celles de produits automobiles ont fléchi. Les importations se sont aussi accrues sous l'impulsion de la robustesse de la demande intérieure finale, mais leur progression a été freinée par une réduction des investissements en stocks.

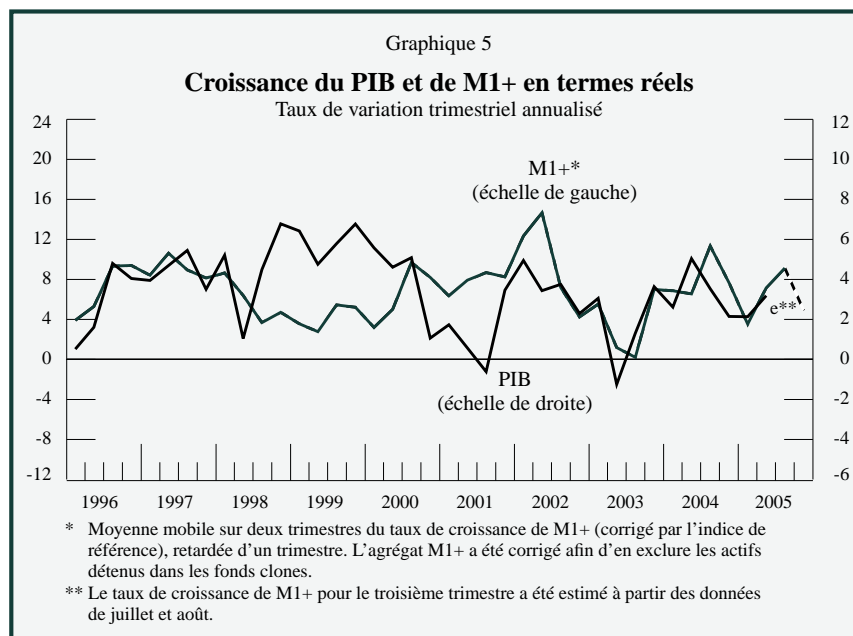
Cette réduction traduit en grande partie la réaction des fabricants et des grossistes à la chute de la demande étrangère au cours des six derniers mois de 2004. En revanche, les dépenses d'investissement des entreprises ont continué de croître à un rythme appréciable au premier semestre de 2005, pour ce qui est tant des ouvrages que des machines et du matériel. Les dépenses des ménages ont aussi augmenté fortement à la faveur des nouveaux gains enregistrés au chapitre des revenus réels et de la richesse personnelle.

De façon générale, les données sur l'évolution de la monnaie au sens étroit cadrent avec le taux de 3 % environ auquel la Banque estime actuellement la croissance du PIB réel pour le troisième

... car la demande intérieure finale s'est fortement accrue...

... et les exportations se sont redressées, alors que la croissance des importations s'est ralentie.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont fortement augmenté.



trimestre de l'année et laissent entrevoir un léger tassement au dernier trimestre (Graphique 5).

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

L'économie semblait fonctionner aux limites de sa capacité au milieu de l'année.

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne à penser que l'économie fonctionnait aux limites de sa capacité au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 6 et Note technique 1).

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada continue de faire état de pressions plus intenses que ne le laisse croire l'estimation de l'écart de production fournie par la mesure habituelle. En outre, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de *l'Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque parue cet automne dépassait largement la 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 un peu au-dessus de la moyenne (Graphique 7). Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction, de la production de matières premières et du transport.

En revanche, d'autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes. Depuis la fin de 2003, l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient sous les 2 %. De même, malgré la progression affichée par certaines mesures des augmentations de salaires, les gains à ce titre sont demeurés modérés dans l'ensemble.

Note technique 1

La croissance de la production observée et la mesure de la croissance de la production potentielle

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. Pour établir sa mesure de la production potentielle, la Banque commence par scinder les variations de la productivité du travail et de l'offre de travail en leurs composantes tendancielle et cycliques, en se basant sur les mouvements de variables directement observables comme le taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité et l'inflation des prix et des salaires. Elle combine ensuite les composantes tendancielle obtenues en une mesure économétrique de la production potentielle. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats de ses travaux de recherche.

Le taux de croissance de la production potentielle ainsi mesuré par la Banque a varié dans le temps (Graphique A). Il est en effet passé de quelque 4 % en 1999 à environ 2,5 % en 2002, à la suite du ralentissement tendanciel de la progression de la productivité du travail qui a marqué cette période.

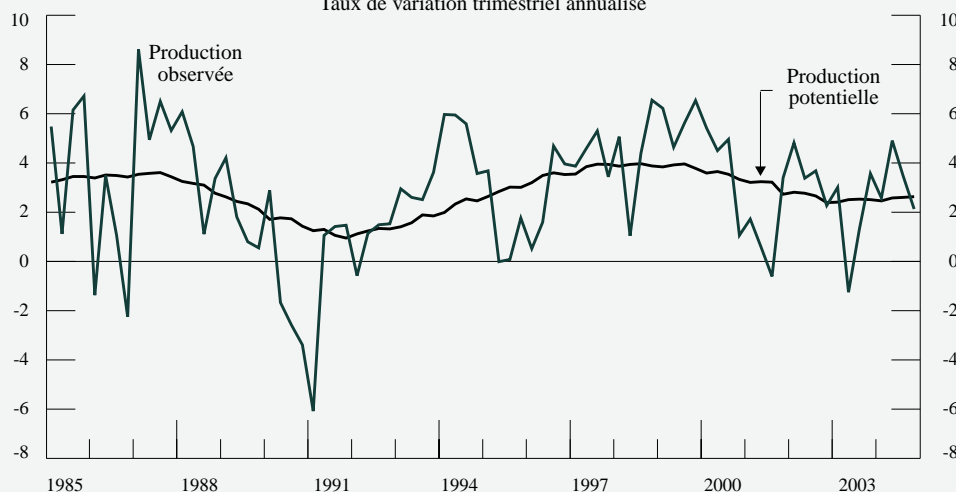
L'écart de production correspond à la différence entre les niveaux, et non les taux de croissance, de la production observée et de la production potentielle. Il constitue un indicateur de l'importance de l'offre ou de la demande excédentaire au sein de l'économie (voir le Graphique 6). Ces mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production sont teintées d'une grande part d'incertitude. Elles doivent par conséquent être interprétées avec beaucoup de circonspection. C'est pour cette raison que le Conseil de direction analyse aussi une vaste gamme d'indicateurs au moment d'évaluer l'ampleur des pressions s'exerçant sur la capacité de production (voir le site de la Banque à l'adresse www.banqueducanada/fr/taux/indinf-f.html).

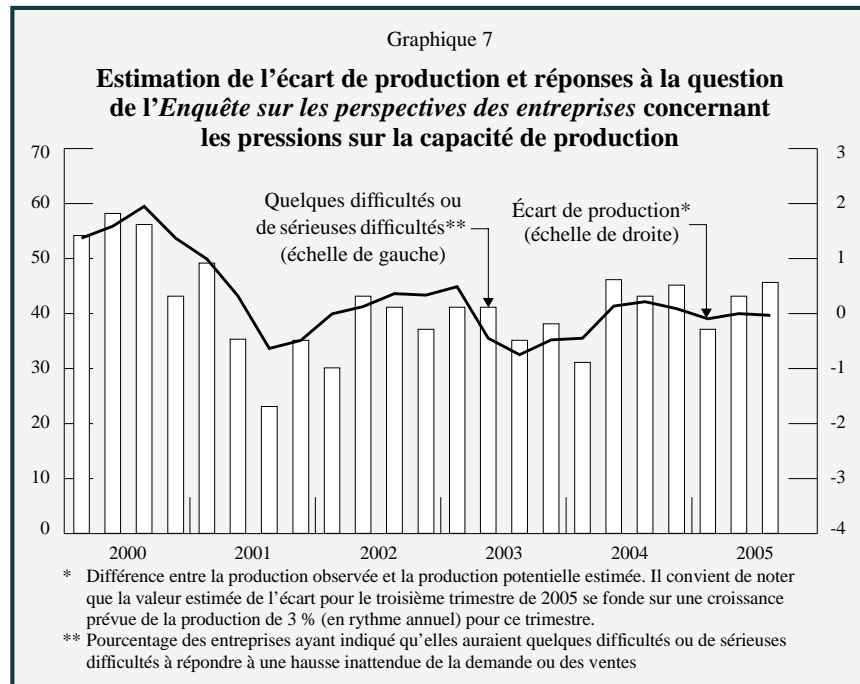
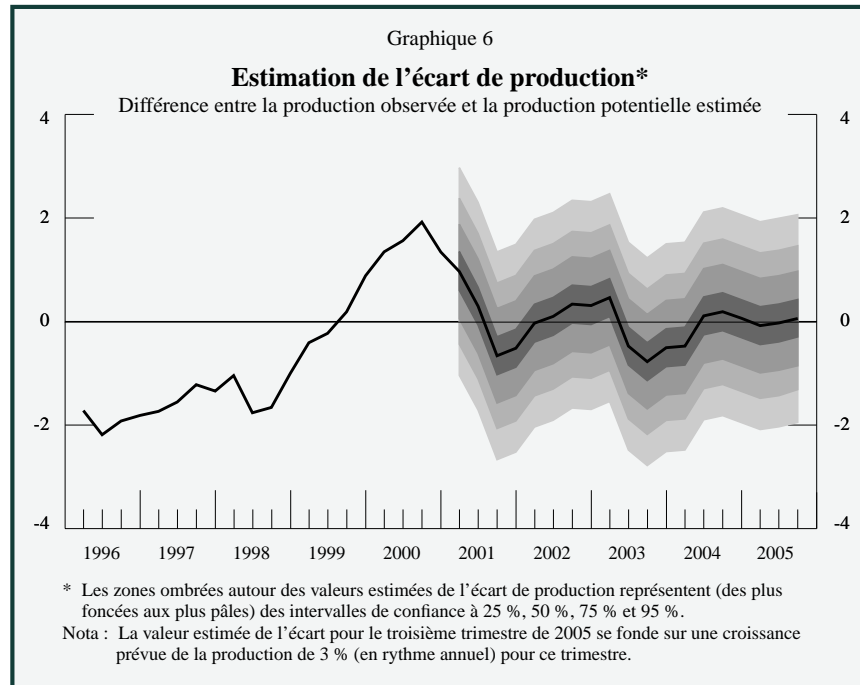
La Note technique 2 traite de certains des facteurs que la Banque doit prendre en considération pour prévoir la croissance de la productivité du travail et la production potentielle.

Graphique A

Croissance de la production potentielle et de la production observée

Taux de variation trimestriel annualisé





Dans la *Mise à jour* de juillet, la Banque exprimait l'avis que l'économie fonctionnait légèrement en deçà de ses capacités au milieu de 2005. Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, le Conseil de direction estime maintenant que, considérée globalement, l'économie tournait à plein régime à la mi-année. Cette révision à la hausse reflète la cadence plus vive que prévu de la croissance au premier semestre de 2005 et l'opinion selon laquelle le niveau de la production potentielle est quelque peu inférieur à ce que l'on avait cru antérieurement.

Les entreprises doivent constamment s'adapter aux changements que subit leur environnement économique. La forte concurrence livrée par les économies nouvellement industrialisées (en particulier la Chine), l'appréciation du dollar canadien et le renchérissement de l'énergie ont nécessité un ajustement encore plus prononcé que celui qu'elles doivent opérer d'habitude. Les variations très importantes des prix relatifs des produits de base et des biens manufacturés qui en ont résulté ont créé des disparités dans la croissance observée d'une région à l'autre et d'un secteur à l'autre.

Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans les provinces productrices d'énergie de l'Ouest, où la montée des prix du pétrole et du gaz naturel a donné lieu à une augmentation des revenus ainsi que des profits et des investissements. L'expansion soudaine de l'activité a entraîné des pénuries de main-d'œuvre, non seulement dans le secteur de l'énergie, mais aussi dans d'autres industries qui puisent dans le même bassin de travailleurs.

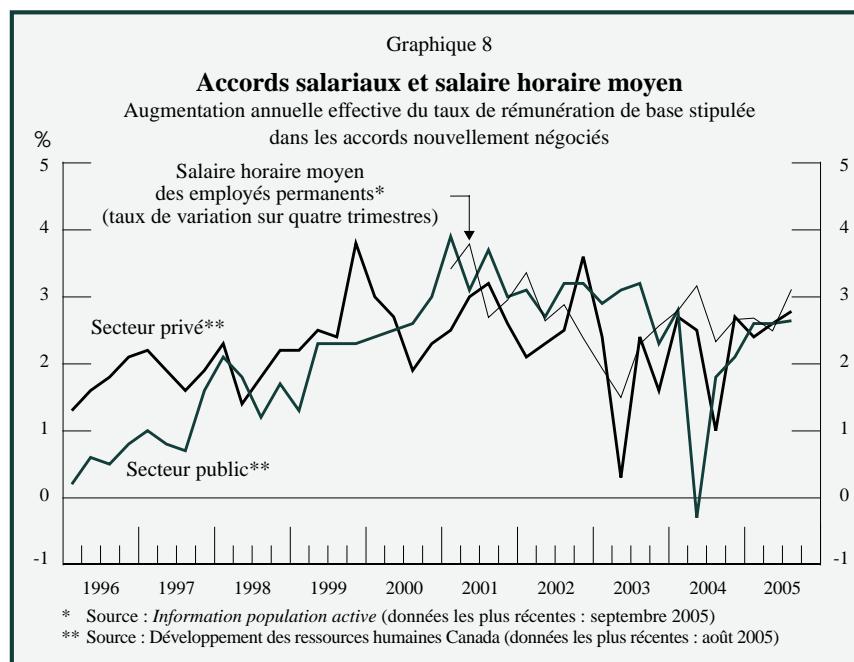
La situation dans le secteur de la fabrication est un peu différente. Comme les entreprises manufacturières exportent une part importante de leur production, elles ont souffert de la forte appréciation du huard depuis 2002 qui a réduit la compétitivité des produits canadiens.

L'ajustement aux changements rapides de leur position concurrentielle s'est avéré ardu pour de nombreuses entreprises. Les enquêtes menées par la Banque confirment que les firmes canadiennes s'y emploient néanmoins pour faire face aux conditions économiques changeantes. En outre, les résultats de *l'Enquête sur les perspectives des entreprises* parue récemment indiquent que les intentions d'investissement et d'embauche restent fortes dans toutes les régions du pays et dans la majorité des secteurs, et que les entreprises demeurent optimistes globalement à l'égard des perspectives économiques.

Les disparités sectorielles et régionales sur le plan de la croissance économique deviennent plus manifestes à mesure que les entreprises s'ajustent aux variations des prix relatifs.

Les coûts

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents et la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, semble s'être établi entre 2 1/2 et 3 1/2 % au cours des derniers mois (Graphique 8). Parallèlement, le rythme d'accroissement en glissement annuel de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises s'est intensifié pour atteindre 2,7 % au deuxième trimestre de 2005.



Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 2 % au deuxième trimestre de 2005 comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt.

La croissance de la productivité du travail a été faible.

Au cours de la même période, la productivité du travail s'est accrue d'à peine 0,6 % par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après n'avoir presque pas progressé pendant deux ans. La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 9).

La faiblesse persistante de l'avance de la productivité du travail est de plus en plus incompatible avec le taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque et sur lequel se fonde son estimation de la croissance de la production potentielle, qu'elle chiffre à 3 %. L'atonie de cette avance a été généralisée, se manifestant dans les secteurs de la fabrication, de la construction et des services (Note technique 2). Bien que cette atonie provienne en partie de facteurs propres à certains secteurs,

Note technique 2

L'évolution de la productivité au Canada

Après s'être accrue à un rythme annuel robuste de 2,1 % entre 1996 et 2000, la productivité du travail a ralenti dans les entreprises canadiennes au début de la présente décennie et n'a pour ainsi dire pas progressé en 2003 et 2004. Au premier semestre de 2005, elle a légèrement augmenté, gagnant environ 0,7 % en rythme annualisé¹.

Le vif essor de la productivité durant la deuxième moitié des années 1990 tenait largement aux gains enregistrés dans le secteur manufacturier, en particulier dans la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC). Il était aussi lié à la hausse du ratio capital-travail (l'intensification du capital). De plus, les entreprises de commerce de gros et de détail affichaient une excellente tenue en matière de productivité.

L'essoufflement récent de la productivité reflète un net ralentissement de l'intensification du capital et des gains d'efficacité tirés de l'utilisation du capital et du travail. La croissance de la productivité du travail a d'abord fléchi dans l'industrie manufacturière, puis elle a diminué dans le secteur de la construction. La décélération plus marquée observée à ce chapitre en 2003 et 2004 touchait le secteur des services. La croissance de la productivité a faibli dans un grand nombre de branches, mais c'est dans le secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier qu'elle a le plus ralenti.

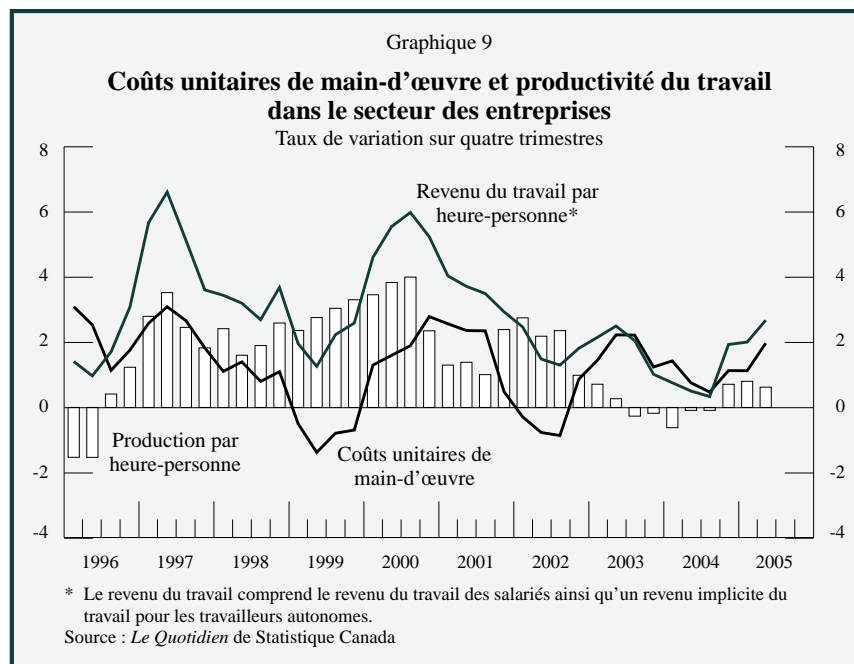
La diminution de la productivité dans la construction pourrait s'expliquer par le recours à une main-d'œuvre moins expérimentée en réponse à une demande soutenue. Dans le secteur des services, des problèmes de mesure et les complications rencontrées pour parvenir à une intégration efficace des TIC pourraient être en cause. Une partie du repli récent de la croissance de la productivité pourrait également être due aux ajustements que les entreprises et leurs salariés ont dû opérer à la suite de l'appréciation du dollar canadien, du renchérissement de l'énergie et de l'apparition de nouveaux concurrents, surtout dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie (voir la Note technique 1 du *Rapport* d'avril 2005).

Malgré les chiffres décevants des dernières années, certains signes annoncent un redressement de la productivité du travail. D'abord, la croissance de la productivité a recommencé à augmenter dans le secteur manufacturier fin 2004, à la faveur d'un regain de productivité dans diverses branches comme celles de la production d'équipement informatique, de machines et de matériel de transport. Ensuite, les dépenses d'investissement se sont nettement accrues, ce qui devrait entraîner une nouvelle intensification du capital. Enfin, on s'attend à ce que la progression de la productivité soit favorisée par la poursuite des ajustements amorcés par les entreprises en vue d'adapter leurs dotations en capital et en travail à l'évolution de la conjoncture mondiale.

C'est pourquoi le Conseil de direction continue à tabler sur une hausse tendancielle de la productivité du travail de l'ordre de 1 3/4 %. Conjuguée à un accroissement tendanciel du facteur travail d'environ 1 1/4 %, une telle hausse implique une progression de 3 % de la production potentielle. Cependant, comme, d'après nos meilleures estimations, la croissance de la production potentielle s'est établie plus près de 2,5 % ces dernières années (ainsi que l'indique la Note technique 1) et qu'il se peut que l'économie mette du temps à s'ajuster entièrement à la nouvelle configuration des prix relatifs, le scénario de référence décrit à la Section 4 du présent rapport postule que cette croissance reviendra graduellement à 3 % d'ici 2007.

1. Les analystes préfèrent généralement étudier la croissance de la productivité dans le secteur des entreprises en raison des problèmes que pose la mesure de la productivité du secteur public. Quoiqu'il en soit, les taux de croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie et dans le secteur des entreprises ont été très similaires en moyenne dans le temps.

un phénomène commun pourrait avoir été l'ajustement aux variations considérables des prix relatifs en cours au sein de l'économie. Pris ensemble, la croissance anémique de la productivité du travail, les ajustements continus opérés par les secteurs et les signes de pressions sur les capacités donnent à penser que l'augmentation tendancielle de la productivité du travail a été inférieure à 1 3/4 % dernièrement et pourrait mettre un certain temps à remonter à ce taux.



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

Les termes de l'échange du Canada ont poursuivi leur amélioration au premier semestre de 2005, mais à un rythme moins rapide.

Le gaz naturel a fortement renchéri...

L'augmentation sur douze mois des termes de l'échange du Canada s'est considérablement ralentie au premier semestre de 2005 du fait que les cours mondiaux de nombreux produits de base agricoles et matières industrielles exportés par le Canada se sont stabilisés. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) s'est accru de 2,2 % entre les deuxièmes trimestres de 2004 et de 2005, ce qui est nettement inférieur au rythme observé pendant la majeure partie de l'année précédente (Graphique 10).

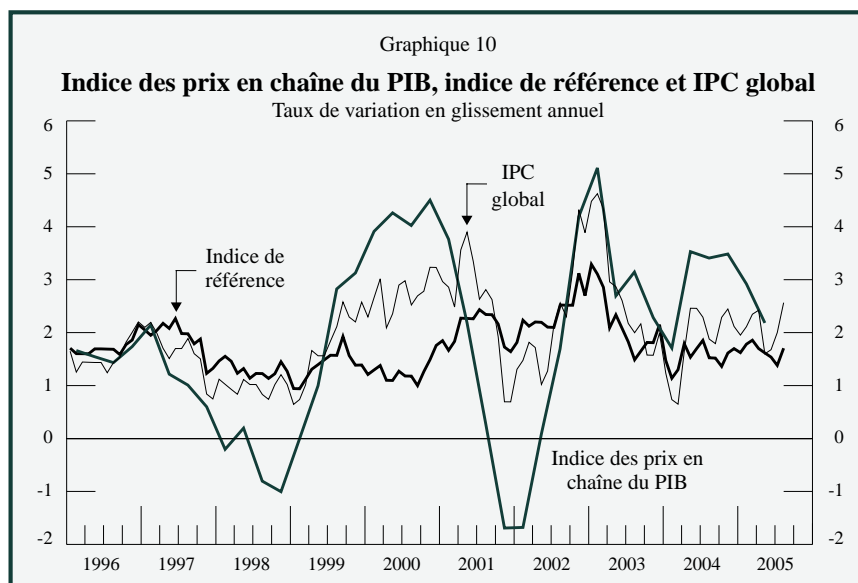
Le cours du pétrole brut, qui se situait à 58 dollars É.-U. le baril au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est établi en moyenne à 63 dollars É.-U. le baril pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 14 octobre 2005. L'important renchérissement du pétrole brut depuis la fin de 2003 tient principalement à une forte poussée de la demande mondiale de produits énergétiques.

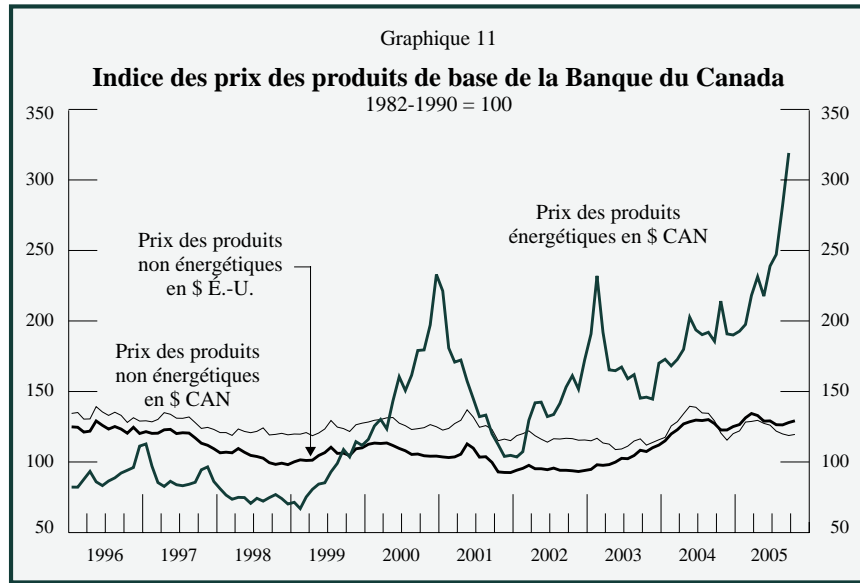
Les cours du gaz naturel ont bondi ces derniers mois, passant d'un peu moins de 8 dollars É.-U. le million de BTU au moment de la *Mise à jour* à 14 dollars É.-U. environ au cours de la période de dix jours ayant pris fin le 14 octobre. Cette hausse est liée aux perturbations qu'a subies l'offre aux États-Unis dans la foulée des récents ouragans, de même qu'aux répercussions sur la demande d'électricité, et par ricochet sur celle du gaz naturel, du temps estival particulièrement chaud qu'ont connu les États-Unis.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont peu varié depuis le milieu de 2005 (Graphique 11). Tout compte fait, les cours du bois d'œuvre ont reculé sous l'effet de l'accroissement de l'approvisionnement. Parallèlement, le resserrement de l'offre provoqué par plusieurs grèves a donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

On s'attend à ce que la poussée des cours du gaz naturel et du pétrole brut observée depuis le milieu de 2005 entraîne une amélioration des termes de l'échange et une progression du revenu réel du Canada, ce qui donnera lieu vraisemblablement à une nouvelle hausse marquée des profits des entreprises.

... alors que les prix des produits de base non énergétiques ont dans l'ensemble très peu varié.





3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* en avril, les conditions de financement sont demeurées favorables et les primes de risque sont restées basses². L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages se poursuit à un rythme constant. Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain et à d'autres grandes monnaies durant cette période.

Les primes de risque sont basses, et le crédit progresse toujours vigoureusement.

Les conditions du crédit

Au Canada comme ailleurs dans le monde, les conditions du crédit aux entreprises ont continué d'être avantageuses pour les emprunteurs depuis avril. Sur les marchés financiers, les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci sont restés faibles, tant pour les titres bien cotés que pour ceux de moindre qualité (Graphique 12). Ces minces écarts sont dus à la solidité financière des entreprises, à la demande soutenue des investisseurs désireux d'acquérir des titres offrant des rendements supérieurs, ainsi qu'à la présence de liquidités considérables sur les marchés financiers mondiaux. La croissance vigoureuse des émissions brutes d'obligations de sociétés montre que les marchés des capitaux sont facilement accessibles.

Les rendements des obligations canadiennes et les écarts de taux sur celles-ci sont demeurés faibles pour les emprunteurs...



2. Comme la *Mise à jour* de juillet ne présentait qu'une analyse limitée de la conjoncture financière, la présente section passe en revue l'évolution observée depuis la publication du *Rapport* d'avril.

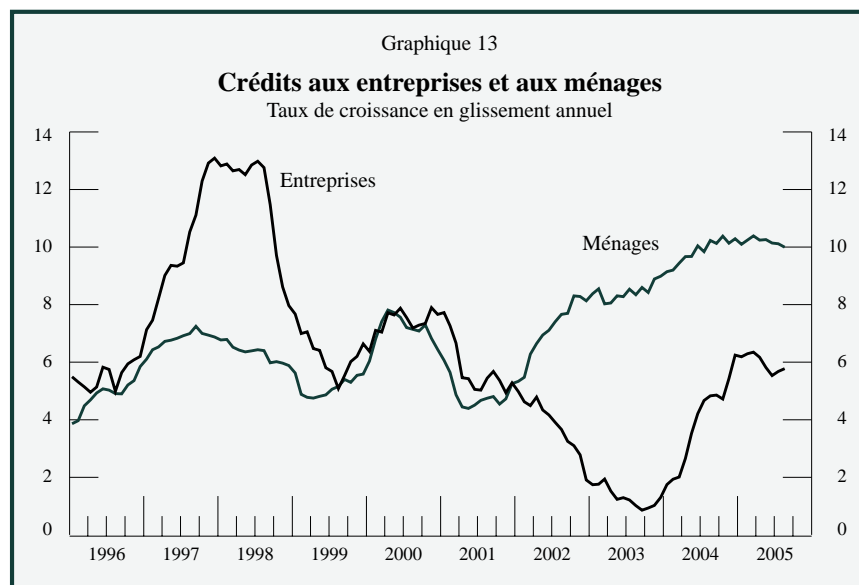
... et l'indice composite TSX a augmenté depuis avril.

Si la situation des marchés boursiers n'a guère changé aux États-Unis depuis la livraison d'avril du *Rapport*, celle de la plupart des autres grandes places a connu une amélioration, en raison notamment des bénéfices importants réalisés par les sociétés. Au Canada, l'indice composite TSX a affiché une hausse de quelque 9 %, à la faveur des gains enregistrés par les titres du secteur énergétique durant la période.

Le crédit total aux entreprises a continué de progresser à un rythme annuel d'environ 6 % (Graphique 13). La croissance du crédit à court et à long terme aux entreprises demeure solide. L'investissement visant à améliorer l'efficacité est l'un des facteurs déterminants de la demande de crédit. Les investissements destinés à augmenter la capacité de production semblent concentrés dans le secteur de l'énergie.

L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages se poursuit.

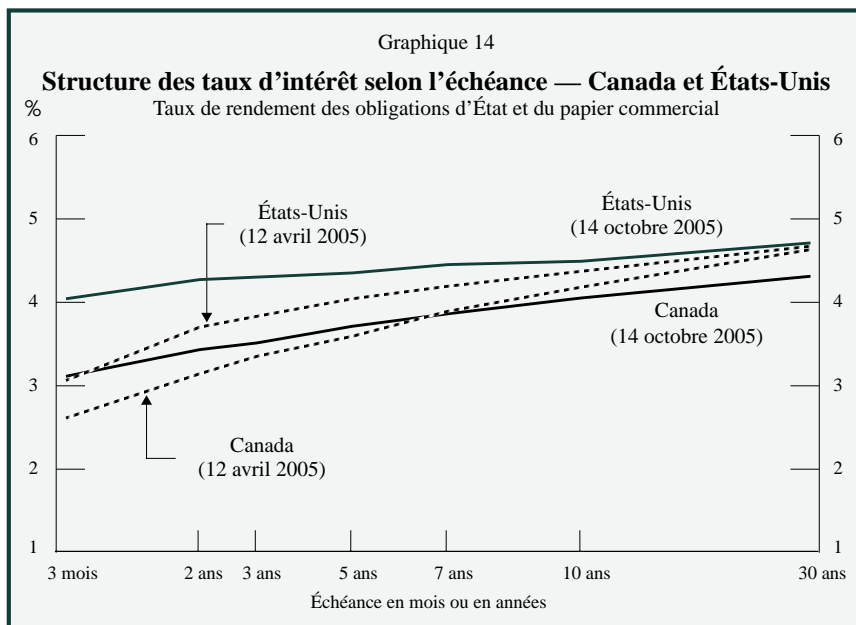
D'autre part, la vive expansion du crédit total aux ménages alimente toujours le dynamisme de la consommation et du marché du logement (Graphique 13). Grâce à la vigueur de l'emploi et aux taux d'intérêt peu élevés, les bilans des ménages restent sains, comme en font foi un ratio du service de la dette historiquement bas et un faible taux de défaillance.



Les courbes de rendement et le taux de change

Les rendements des obligations américaines à court terme ont grimpé, tandis que ceux des obligations à long terme n'ont augmenté que légèrement depuis la publication du *Rapport* d'avril

(Graphique 14). La hausse des rendements à court terme est attribuable principalement aux majorations du taux des fonds fédéraux, qui se situe en ce moment à 3,75 %. Les contrats à terme boursiers aux États-Unis laissent actuellement présager que le taux directeur s'établira à 4,25 % d'ici la fin de 2005. Il s'agit d'un niveau un peu plus haut que ne le donnaient à penser les cours à terme lors de la parution du dernier *Rapport*.



Les bas rendements des obligations à long terme aux États-Unis et dans la plupart des autres pays industriels seraient en grande partie imputables à des facteurs qui poussent à la hausse l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises.

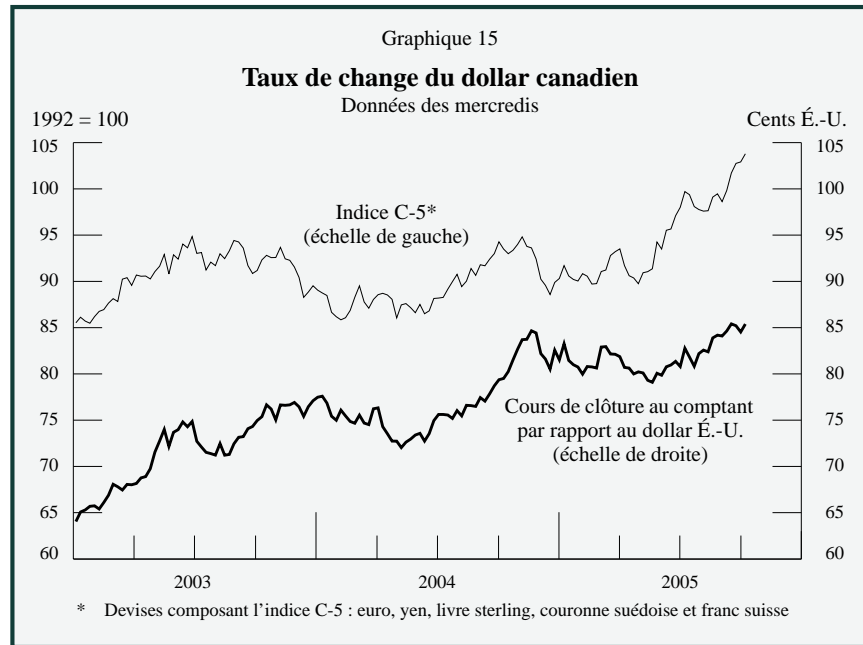
Les taux directeurs demeurent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis. Cela a eu pour effet d'élargir l'écart entre les taux d'intérêt américains et canadiens dans l'ensemble de la courbe des rendements. Ainsi, le taux des obligations canadiennes à deux ans est d'environ 80 points de base inférieur à celui des obligations du Trésor américain, comparativement à 60 points en avril dernier. Le creusement des écarts sur les obligations à long terme s'est également poursuivi.

Après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 79 à 83 cents É.-U. pendant la majeure partie de 2005, le cours du dollar canadien évolue depuis la fin de l'été dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U. (Graphique 15). La plupart des autres principales monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain

Les taux directeurs restent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis.

Le dollar canadien a évolué récemment dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U.

durant la même période. Par conséquent, le dollar canadien s'est apprécié plus vivement par rapport à d'autres grandes devises. Sa vigueur récente a apparemment été favorisée par des facteurs fondamentaux tels que le renchérissement de l'énergie et la bonne tenue générale de l'économie au Canada.

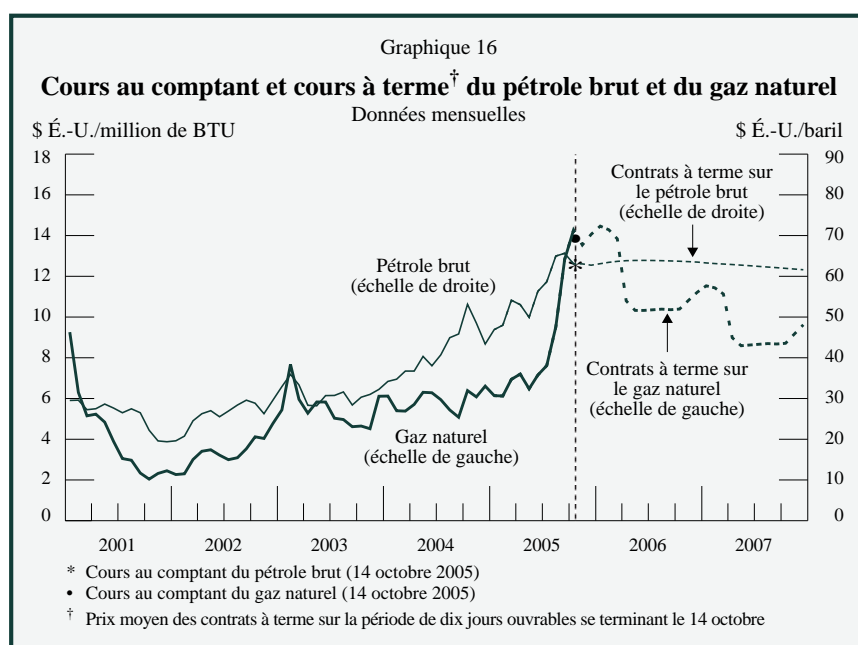


4. LES PERSPECTIVES

La présente section débute par une description du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne ainsi que l'inflation. Ce scénario suppose que les prix de l'énergie cadreront avec les cours actuels des contrats à terme; que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée à moyenne échéance; et que la devise américaine connaîtra une nouvelle dépréciation modérée et graduelle en termes effectifs réels, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain devant demeurer à peu près stable sur l'horizon de prévision habituel. La présentation du scénario de référence est suivie d'une discussion sur les risques qui l'entachent. Ces risques se révèlent particulièrement importants à partir de 2007, compte tenu des incertitudes entourant la façon dont les déséquilibres mondiaux seront corrigés.

La conjoncture internationale

Dans le scénario de référence de la Banque, le profil d'évolution des cours du pétrole brut et du gaz naturel se fonde sur les prix auxquels se négocient actuellement les contrats à terme. Les cours du brut devraient se situer juste en deçà de 65 dollars É.-U. le baril tout au long de 2006 et de 2007, et ceux du gaz naturel, se maintenir à 10 dollars É.-U. — ou un peu plus — le million de BTU jusqu'au premier trimestre de 2007 et descendre sous ce niveau pour le reste de l'année (Graphique 16). Ce renchérissement de l'énergie devrait restreindre légèrement l'offre et la demande globales à l'échelle internationale.



Nous prévoyons que les prix réels des produits de base non énergétiques se maintiendront près des niveaux actuels en 2006 et en 2007, la progression de l'offre devant suivre en gros celle de la demande.

Le scénario de référence de la Banque concernant la croissance du PIB aux États-Unis et dans les principales économies d'outre-mer implique que l'activité mondiale poursuivra son essor à un rythme d'environ 4 % par an au cours de la période de projection (Tableau 1).

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) ^b		
		2005	2006	2007
États-Unis	21	3,5 [0,74]	3,6 [0,76]	3,2 [0,67]
Union européenne	19	1,2 [0,25]	1,7 [0,32]	2,2 [0,42]
Japon	7	1,7 [0,12]	1,6 [0,11]	2,2 [0,15]
Chine et ENI ^c d'Asie	17	7,9 [1,34]	7,2 [1,22]	7,2 [1,22]
Autres pays	36	4,3 [1,63]	4,3 [1,55]	4,3 [1,55]
Ensemble du monde	100	4,0	4,0	4,0

a. La part de chaque pays pour 2004 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, avril 2005

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

En Asie, l'expansion économique devrait demeurer vigoureuse...

Nous nous attendons à ce que la croissance en Asie demeure vigoureuse, malgré la hausse des prix de l'énergie. En Chine et dans les autres économies nouvellement industrialisées d'Asie, l'activité continue de se développer rapidement, et cette tendance persistera dans les prochaines années. En outre, au Japon, la reprise semble se consolider, et le taux d'inflation devrait y redevenir positif d'ici la fin de 2006.

... mais, dans la zone euro, elle a été moindre qu'on ne l'avait anticipé.

En revanche, dans la zone euro, l'expansion demeure anémique et ne devrait pas dépasser 1,2 % en moyenne cette année, soit un peu moins que nous ne l'avions anticipé dans la dernière livraison du *Rapport*. Ce léger tassement s'explique en partie par le climat d'incertitude entourant les réformes structurelles en cours, qui touchent notamment le marché du travail, ainsi que par la montée

des cours de l'énergie. La croissance du PIB devrait toutefois s'intensifier graduellement ces deux prochaines années, à mesure que la demande intérieure se redressera.

Les données dont nous disposons tendent à indiquer que l'économie américaine a été relativement dynamique. Au deuxième trimestre de 2005, le PIB réel des États-Unis a gagné 3,3 % en taux annualisé, et les indicateurs mensuels permettent de penser que l'activité a continué de se renforcer au troisième trimestre, grâce à la vigueur particulièrement marquée du marché du logement et des dépenses de consommation. Pour le reste de l'année, toutefois, la croissance se trouvera freinée par les contrecoups de l'ouragan Katrina et du renchérissement de l'énergie.

En conséquence, la Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion du PIB américain s'établira à 3,5 % en 2005, soit un peu en deçà des 3,7 % qu'elle avançait dans la *Mise à jour* de juillet. Ce rythme devrait légèrement s'accélérer en 2006, à partir du moment où les répercussions de l'augmentation des prix de l'énergie seront plus que neutralisées par la multiplication des chantiers liés au nettoyage et à la reconstruction des régions dévastées par les tempêtes³. La croissance devrait ensuite ralentir légèrement en 2007, en raison du fléchissement de la demande intérieure provoqué par les hausses des taux directeurs et l'augmentation de l'épargne des ménages et de l'État.

Ce scénario de référence suppose que la correction des déséquilibres mondiaux s'effectuera sur une longue période, avec des fluctuations annuelles relativement modestes. C'est ainsi que le déficit du compte courant américain, auquel font écho les excédents de certains pays asiatiques et de pays exportateurs de pétrole, devrait commencer à se résorber graduellement à partir de 2007. Nous prévoyons en effet un raffermissement de la demande intérieure en Asie, en Europe et dans les pays exportateurs de pétrole cette année-là, un accroissement de l'épargne privée et publique aux États-Unis, ainsi qu'une nouvelle baisse du taux de change effectif réel du dollar américain, ce qui stimulera la demande d'exportations et réduira la demande d'importations de ce pays.

La croissance du PIB américain devrait demeurer solide en 2006 et en 2007.

3. Globalement, en 2005, le taux d'accroissement du PIB réel américain devrait diminuer de 0,1 % en glissement annuel en raison des dommages considérables que l'ouragan Katrina a causés à l'économie de ce pays. L'an prochain, grâce aux efforts de reconstruction, ce taux devrait augmenter de 0,1 % voire un peu plus, selon l'ampleur des travaux financés par le gouvernement fédéral.

La demande et l'offre globales au Canada

L'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada tout au long de 2007.

On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent vivement en 2006 et en 2007...

... et à ce que les exportations nettes freinent légèrement l'expansion.

Selon le scénario de référence de la Banque pour le Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'expansion de l'activité économique au deuxième semestre de 2005 et tout au long de 2006 et de 2007.

Plusieurs facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront d'augmenter de façon marquée. Parmi eux, mentionnons la croissance de l'économie mondiale et les signes indiquant que les cours des produits de base énergétiques et non énergétiques demeureront élevés pendant un certain temps encore, ainsi que le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre d'industries capitalistiques, le maintien de conditions financières favorables, la solidité des bénéfices et du bilan financier des entreprises, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

Les dépenses de consommation, qui se sont considérablement accrues cette année, devraient progresser vivement tout au long de 2006 et de 2007, mais à un rythme plus modeste qu'en 2005 et quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). Le renchérissement de l'énergie aura tendance à ralentir l'expansion de la consommation (Note technique 3), tout comme le fera le léger recul de la croissance attendue du revenu attribuable à la révision à la baisse du taux d'accroissement de la production potentielle. Néanmoins, les gains encore solides au chapitre des revenus réels et le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme devraient contribuer à soutenir le rythme de ces dépenses en 2006 et en 2007. La confiance des consommateurs, récemment ébranlée à la suite des ouragans qui ont frappé les États-Unis, devrait se rétablir. Après la forte progression qu'ils ont affichée ces dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés dans l'ensemble.

Les perspectives tirées du scénario de référence continuent de s'appuyer sur l'hypothèse d'une hausse assez prononcée des dépenses en biens et en services de tous les ordres de gouvernement, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant presque au même rythme que les recettes.

La croissance des exportations devrait se poursuivre grâce à la robustesse soutenue de l'économie américaine, alors que la vigueur des investissements en machines et en matériel continuera de stimuler les importations. Le processus d'ajustement des exportations et des importations à l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 2003 et en 2004 est maintenant très avancé, mais d'autres effets se feront sentir sur les échanges commerciaux si la

valeur du huard se maintient à l'intérieur de la fourchette de 84 à 86 cents É.-U. observée ces derniers temps. Malgré la grande incertitude entourant le rythme et l'ampleur des conséquences des variations du taux de change sur les exportations nettes, ces dernières, dans l'ensemble, ne devraient constituer qu'un faible frein à l'expansion de la demande globale en 2006 et en 2007. Le profil attendu des exportations nettes pour 2006 est par conséquent un peu plus modéré que celui qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, principalement à cause de l'appréciation du dollar canadien⁴.

Tableau 2			
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel			
En points de pourcentage*			
	2005	2006	2007
Consommation	2,2 (2,2)	1,6 (1,8)	1,7
Logement	0,3 (0,2)	-0,2 (-0,2)	0
Administrations publiques	0,7 (0,8)	1,0 (1,0)	0,9
Investissements fixes des entreprises	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,6
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	4,1 (4,1)	3,2 (3,4)	3,2
Exportations	1,3 (1,4)	2,1 (2,2)	1,6
Importations	-2,7 (-2,8)	-2,3 (-2,2)	-1,8
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	-1,4 (-1,4)	-0,2 (0)	-0,2
Stocks	0,1 (0)	-0,1 (-0,1)	0
<i>PIB</i>	2,8 (2,7)	2,9 (3,3)	3,0

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

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2005, puis qu'il passera graduellement à 2,9 % en 2006 et à 3,0 % en 2007. Ces chiffres sont conformes aux plus récents pronostics de Consensus Economics. Les perspectives ont été revues légèrement à la hausse pour 2005 et légèrement à la baisse pour 2006 depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, en raison de la

Le PIB canadien devrait croître, en moyenne, d'environ 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % en 2007...

4. L'ouragan Katrina aura probablement pour conséquence de modérer les exportations nettes du Canada aux troisième et quatrième trimestres de 2005, en raison du léger ralentissement de la croissance du PIB américain. Cet effet sera limité cependant, puisque les séquelles de l'ouragan seront concentrées pour moitié dans les trois États touchés, qui, ensemble, contribuent pour à peine 1 % environ des exportations canadiennes totales.

Note technique 3

Les effets sur l'économie canadienne d'une hausse des prix de l'énergie

Les fluctuations des cours mondiaux des produits de base énergétiques influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). En tant qu'exportateur net de pétrole, de produits pétroliers et de gaz naturel, le Canada voit ses termes de l'échange s'améliorer — et ses revenus réels progresser, en principe — lorsque les prix de l'énergie s'élèvent. Mais comme la plupart de ses grands partenaires commerciaux sont des importateurs nets d'énergie, il se pourrait que le renchérissement de l'énergie réduise le volume des exportations canadiennes vers ces pays. Un relèvement des cours de l'énergie ferait également augmenter les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et diminuer les revenus réels des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs de pétrole et de gaz.

Les variations des prix de l'énergie influent de façon notable sur la composition de la demande globale au Canada et leurs effets diffèrent selon les secteurs et les régions.

Une hausse prolongée de 10 dollars É.-U. du prix du baril de West Texas Intermediate pourrait se traduire par une augmentation directe de près de 0,3 % du revenu réel du Canada. On estime que l'activité globale au pays pourrait enregistrer une progression d'environ 0,1 % au bout de trois ans, à mesure que les investissements des sociétés pétrolières et gazières et les dépenses des administrations publiques gagneraient en importance (Tableau A)^{1,2}. Par contre, les exportations, les dépenses de consommation et les investissements des entreprises du secteur non énergétique se replieraient sans doute quelque peu. À court terme, il est probable que l'activité globale subirait une contraction de l'ordre de 0,1 %, puisque les délais inhérents à la planification, à la prise de décisions et au respect des obligations réglementaires, conjugués aux tensions présentes sur les marchés de nombreux intrants (dont la main-d'œuvre), limiteraient vraisemblablement la réaction initiale du secteur énergétique à l'accroissement des revenus.

Selon les estimations, une hausse durable de 20 % du prix en dollars É.-U. du gaz naturel donnerait lieu à une progression un peu plus substantielle de l'activité globale au Canada après trois ans, soit environ 0,2 %. Il est permis de penser qu'un renchérissement du gaz naturel aurait une incidence bien moins défavorable, sur la demande américaine de produits canadiens, qu'une majoration équivalente des cours du pétrole, les États-Unis étant beaucoup moins tributaires des importations de gaz que des approvisionnements étrangers en pétrole brut et en produits pétroliers.

Tableau A
Incidence estimée d'une hausse de 10 dollars É.-U. du prix du baril de pétrole
sur le PIB réel du Canada et ses composantes
Pourcentage de variation par rapport au niveau de référence

	Après quatre trimestres	Après douze trimestres
Consommation	-0,1	-0,05
Dépenses publiques*	+0,1	+0,5
Investissements fixes des entreprises	+0,4	+0,8
Exportations	-0,4	-0,4
Importations	-0,2	-0,1
PIB	-0,1	+0,1

* On suppose que le produit de la hausse des recettes publiques découlant du renchérissement du pétrole est soit épargné soit consacré à l'achat de biens et de services. Mais les gouvernements pourraient à la place rendre une partie de l'augmentation aux ménages en relevant leurs paiements de transfert ou en abaissant les impôts. L'effet estimé sur la consommation serait alors moins négatif que ce qu'indique le Tableau A, alors que l'effet sur les dépenses publiques serait moins positif. L'incidence nette sur l'activité économique serait pratiquement inchangée.

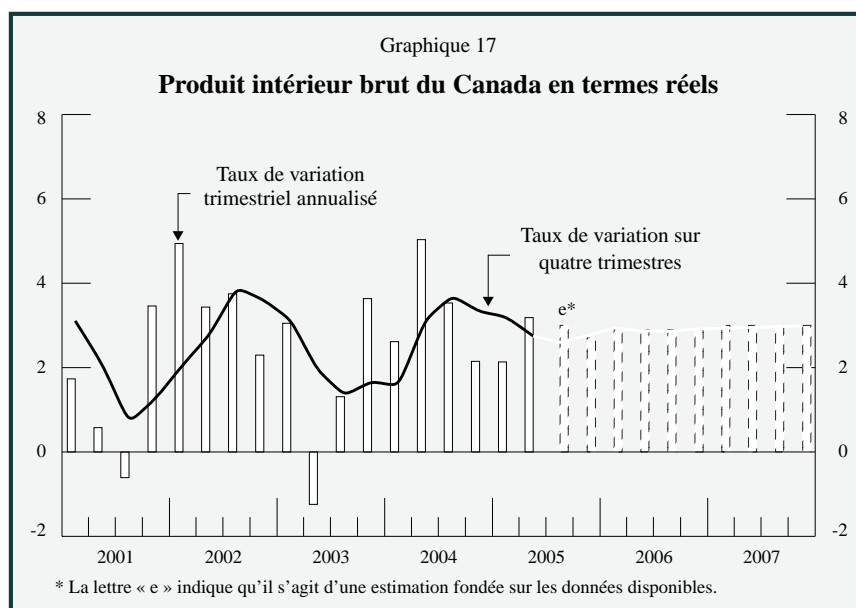
1. Les chiffres estimatifs présentés au Tableau A sont le résultat d'un prolongement de l'analyse entreprise par Stuber (2001). On évalue d'abord les effets d'une hausse des cours du pétrole sur les revenus des entreprises des secteurs énergétique et non énergétique, des ménages et des administrations publiques, de même que sur la demande étrangère de produits canadiens. À partir des résultats ainsi obtenus et des hypothèses relatives aux propensions marginales à dépenser et à importer, on estime ensuite les conséquences de la montée des prix du pétrole sur les diverses composantes du PIB.

2. Les facteurs ayant limité l'augmentation effective des profits des sociétés pétrolières et gazières au cours de la dernière année, alors que les prix des produits énergétiques étaient à la hausse, sont notamment la nouvelle appréciation du dollar canadien, les programmes de couverture des risques liés à l'évolution des prix du pétrole et la faiblesse des prix du pétrole brut lourd par rapport à ceux du brut léger.

résorption de l'écart de production et de la modeste diminution du taux d'accroissement de la production potentielle prévu pour 2005 et 2006⁵.

La Banque estime que la progression trimestrielle du PIB réel ralentira pour s'établir à environ 3,0 % et 2,7 % aux troisième et quatrième trimestres de 2005, respectivement. Le taux effectuera ensuite une petite remontée à près de 3 % sur les quatre trimestres de 2006 et en 2007 (Graphique 17 et Tableau 3). Ce scénario prévoit que la réduction de la détente monétaire se poursuivra afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au sein de l'économie canadienne et, ainsi, de garder l'inflation au taux cible. L'économie continuera de tourner à peu près aux limites de sa capacité tout au long de la période de projection.

... et l'économie devrait continuer de tourner à peu près aux limites de sa capacité tout au long de la période de projection.



5. Bien que, comme l'explique la Note technique 2, nous ayons retenu l'hypothèse d'un taux de croissance de la production potentielle de 3 % en 2007, nous postulons que ce taux sera de 2,8 % cette année et de 2,9 % en 2006, vu la faible avance de la productivité observée récemment et l'importance des ajustements en cours au sein de l'économie canadienne face aux changements notables des prix relatifs.

Le scénario de référence en matière d'inflation

Bien que les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme aient augmenté légèrement, les indicateurs à plus long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %.

Bien que la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période que la Banque surveille aient augmenté légèrement au cours des derniers mois, les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %. Selon les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiés par la Banque cet automne, 70 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; cependant, la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a crû sensiblement depuis l'enquête précédente. Néanmoins, le taux d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé en longue période avoisine les 2 % (Consensus Economics Inc., 2005).

	2005		2006			2007	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,0 (2,7)	2,7 (3,3)	2,9 (3,5)	2,9 (3,5)	2,9 (3,3)	3,0	3,0
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,4)	2,8 (2,6)	2,9 (3,0)	2,9 (3,2)	2,9 (3,4)	2,9	3,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,2)	2,9 (2,4)	2,8 (2,5)	2,8 (2,5)	2,0 (2,0)	1,9	1,9
WTI** (niveau)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en juillet 2005.

** 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 se terminant le 14 octobre 2005.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, à près de 3 % pour le reste de l'année et au premier semestre de 2006, avant de revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006. Au cours de la prochaine année environ, on prévoit que l'IPC global demeurera grandement influencé par l'évolution récente des cours du pétrole brut, du gaz naturel, de l'essence et du mazout (Graphique 16). Bien que l'on s'attende à ce que les prix de l'essence s'inscrivent quelque peu en baisse, en glissement mensuel, jusqu'au début de 2006, les prix à la consommation du gaz naturel devraient monter considérablement sur cette même période, à mesure que la flambée observée dernièrement dans les prix de gros commencera à se refléter dans les contrats et les prix réglementés.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera à près de 1,6 %, en moyenne, durant le reste de l'année 2005. L'appréciation passée du dollar canadien, combinée à la poursuite prévue du recul des prix mondiaux de certains biens de consommation (attribuable à la croissance de l'offre en provenance de pays comme la Chine) et à certains effets temporaires du niveau des prix des véhicules automobiles, tire le taux d'inflation un peu vers le bas.

Vu la pleine utilisation attendue des capacités au sein de l'économie et le solide ancrage des attentes d'inflation, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à la cible de 2 % durant le second semestre de 2006. On estime que ces mêmes facteurs pousseront le taux d'augmentation de l'indice de référence à 2 % d'ici le milieu de l'an prochain et qu'ils le maintiendront à ce niveau tout au long de 2007 (Tableau 3). Ces prévisions supposent que le renchérissement du pétrole et du gaz naturel ainsi que l'appréciation récente du dollar canadien auront peu de répercussions sur l'indice de référence, comme on a pu l'observer ces dernières années.

Les hausses du salaire horaire moyen des employés permanents devraient s'accroître pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Parallèlement, en raison des gains appréciables attendus au chapitre de la progression de la productivité du travail, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait demeurer à environ 2 % au cours de cette période.

Les risques pesant sur le scénario de référence

Le scénario de référence se fonde sur un certain nombre d'hypothèses : l'évolution des cours mondiaux de l'énergie cadrera avec celle des prix actuels des contrats à terme; la croissance de la productivité au Canada poursuivra son redressement;

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, à près de 3 % pour le reste de l'année et au premier semestre de 2006, avant de revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'établir en moyenne aux alentours de 1,6 % durant le reste de l'année 2005...

... avant de remonter à 2 % d'ici le milieu de 2006.

la montée des prix du pétrole et de l'essence aura peu de répercussions sur l'inflation mesurée par l'indice de référence; les déséquilibres mondiaux se résorberont graduellement; et le dollar canadien continuera de s'échanger contre le dollar américain à l'intérieur de la fourchette observée récemment. De toute évidence, certains risques et incertitudes entourent chacune de ces hypothèses.

Au cours des quatre à six prochains trimestres, les risques qui pèsent sur les perspectives de l'économie canadienne semblent équilibrés. L'activité à l'échelle du globe reste sous la menace de risques tant à la hausse qu'à la baisse, qui tiennent principalement aux cours futurs de l'énergie et au rythme d'expansion de la Chine. Pour le Canada, ces risques mondiaux pourraient avoir un effet sur l'évolution des exportations nettes, des prix des produits de base et du taux de change.

Jusqu'à maintenant, le processus d'ajustement à l'appréciation du dollar canadien, au renchérissement des produits de base et à la concurrence accrue de la Chine et d'autres économies nouvellement industrialisées s'opère comme prévu. Toutefois, il existe des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse sur le profil de croissance des importations et des exportations.

L'ajustement en cours et les fortes modifications des prix relatifs laissent aussi planer des risques sur les perspectives en matière d'inflation. Si, dans l'ensemble, les indicateurs donnent à penser que l'économie tourne à son plein potentiel, les déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du Canada rendent particulièrement complexe l'évaluation générale des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Comme l'économie tourne à son plein potentiel, il y a aussi un risque que les coûts accrus de l'énergie se répercutent de façon plus large sur les prix des produits et des services non énergétiques, ce qui augmenterait les pressions inflationnistes. Toutefois, la conduite d'une politique monétaire clairement axée sur l'atteinte de la cible de 2 % devrait atténuer le risque que cette situation ait une incidence sur les attentes d'inflation à long terme.

À compter de 2007, les risques concernent la manière dont les déséquilibres mondiaux seront résorbés. Ces derniers restent considérables et plus ils perdurent en l'absence de politiques publiques appropriées, plus il est à craindre que leur résorption donne lieu à une période de faible expansion de la demande globale à l'échelle mondiale.

Le principal risque est qu'au moment où les taux d'épargne des ménages et des administrations publiques commenceront à augmenter aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure dans les autres pays ne s'accélère pas assez pour soutenir la

demande mondiale. L'incertitude liée aux réformes structurelles semble avoir eu pour résultat de renforcer l'épargne de précaution dans une bonne partie de l'Europe, alors qu'en Chine, la nécessité de s'autoassurer en matière de soins de santé et de pourvoir financièrement à l'éducation des enfants amène les ménages à mettre de côté une très grande part de leurs revenus. Plus récemment, le renchérissement de l'or noir a entraîné un déplacement des excédents de la balance courante vers les pays exportateurs de pétrole, ce qui pourrait faire diminuer la demande à l'échelle du globe si l'accroissement des revenus que ces pays tirent du pétrole ne se traduit pas par une hausse suffisante de leur demande d'importations. Pour que les projections du scénario de référence se réalisent, les consommateurs et les administrations publiques aux États-Unis doivent dépenser moins et épargner davantage, et les politiques appliquées par les autorités ailleurs dans le monde doivent stimuler la demande intérieure.

Le processus d'ajustement risque également d'être abrupt et désordonné. En pareil cas, il y aurait probablement d'importantes variations des taux de change et des prix d'autres actifs ainsi qu'un ralentissement marqué de l'activité à l'échelle internationale. Si certains pays devaient résister aux mouvements fondamentaux des taux de change ou que le protectionnisme s'intensifiait, les coûts de l'ajustement seraient plus élevés pour l'économie mondiale.

Pour le Canada, un affaiblissement de la demande mondiale débutant dans le courant de 2007 signifierait que la demande des produits qu'il fabrique fléchirait, que les prix des produits de base seraient moins vigoureux et donc que la croissance des investissements des entreprises se tasserait. Une dépréciation prononcée du billet vert par rapport au dollar canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, ne ferait qu'exacerber ces effets négatifs sur la demande des biens en provenance du Canada. Un tel recul de la demande aurait une incidence sur la conduite de la politique monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-XWF au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.
- Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Stuber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

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

Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Site Web : www.banqueducanada.ca