



BANQUE DU CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2006

# 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 est 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 pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001).

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

5312  
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE  
MONÉTAIRE

— Avril 2006 —

*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.*

Les déséquilibres [mondiaux] étant un problème d'ordre planétaire, leur résolution suppose un effort à l'échelle du globe. [...] Même si les mesures précises que prendront les décideurs publics varieront d'un pays à l'autre, certains principes de base devraient être appliqués par tous. Mentionnons, à ce titre, l'adoption de politiques budgétaires appropriées, la promotion du bon fonctionnement des marchés du travail et des biens, la mise en place d'un filet de sécurité sociale efficace, l'instauration de politiques favorisant un système financier efficient et solide, ainsi que la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible. [...] Une résorption ordonnée de ces déséquilibres est dans notre intérêt à tous.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada  
6 février 2006*

# TABLE DES MATIÈRES

<b>1. Vue d'ensemble</b> . . . . .	5
<b>2. L'évolution récente de l'inflation</b> . . . . .	7
L'inflation et la cible de 2 % . . . . .	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation . . . . .	8
<b>3. L'évolution financière</b> . . . . .	17
Les taux d'intérêt et les taux de change . . . . .	17
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière . . . . .	19
<b>4. Les perspectives</b> . . . . .	22
La conjoncture internationale . . . . .	22
La demande et l'offre globales au Canada . . . . .	25
L'inflation . . . . .	28
Les risques pesant sur le scénario de référence . . . . .	30
<b>Bibliographie</b> . . . . .	33

## Notes techniques

1. Incidence d'une modification de la TPS sur l'inflation et implications pour la politique monétaire . . . . .	29
2. Ajustement à long terme de l'épargne mondiale et des déséquilibres des balances courantes . . . . .	31

## 1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie canadienne se poursuit à un rythme solide, comme la Banque le projetait dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'économie mondiale est vigoureuse et affiche un dynamisme légèrement plus prononcé que prévu, ce qui a donné lieu à un renchérissement de nombreux produits de base. Celui-ci, conjugué à la vive demande intérieure, a alimenté l'activité économique au pays. Parallèlement, la concurrence sur la scène internationale et l'appréciation passée du dollar canadien continuent de poser des défis à plusieurs secteurs. Tout bien considéré, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les cours élevés et variables de l'énergie associés à la forte demande mondiale ont maintenu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de la cible de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence est toutefois restée en deçà du taux cible, en raison des pressions à la baisse persistantes exercées par les prix des biens de consommation importés.

Dans ces circonstances, la Banque a décidé de majorer son taux directeur de un quart de point de pourcentage le 7 mars et à nouveau le 25 avril, pour le porter à 4,0 %.

Le PIB du Canada devrait progresser de 3,1 % en 2006, conformément aux attentes exposées dans la *Mise à jour* de janvier, et de 3,0 % en 2007, ce qui est un peu plus rapide qu'escompté alors. Pour 2008, la croissance anticipée est de 2,9 %. On prévoit que l'économie canadienne tournera à un niveau légèrement supérieur à sa capacité tout au long de 2006 et qu'elle fonctionnera de nouveau à son potentiel avant la fin de 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être volatile, demeurant tributaire de la trajectoire des cours de l'énergie. Tenant compte des prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de cet indice (exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services) avoisinera 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à 2 % au second semestre de l'année et s'y maintienne jusqu'à la fin de 2008.

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

7 mars 2006 — haussé de 25 points de base à 3,75 %

25 avril 2006 — haussé de 25 points de base à 4,0 %

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 25 avril 2006.*

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la projection de la Banque en matière de croissance et d'inflation. L'institution juge que ceux-ci sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme. Elle suivra de près l'évolution de l'économie canadienne en tenant compte de la hausse cumulative du taux directeur depuis septembre dernier.

## 2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

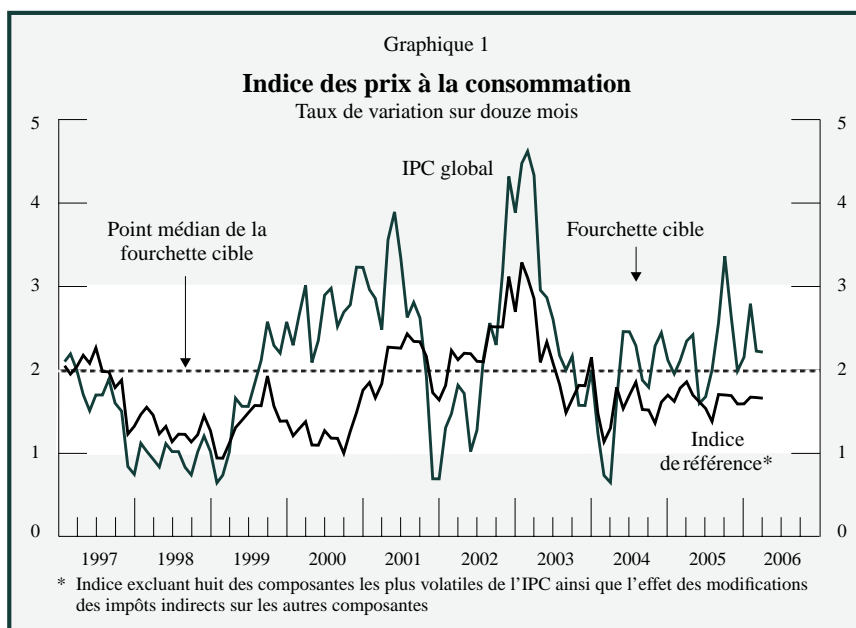
Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été quelque peu supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,5 % en moyenne de septembre 2005 à mars 2006. Cette évolution est surtout attribuable à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie. En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue à 1,7 % en moyenne durant la même période, à la faveur des pressions à la baisse que continuent d'exercer les prix des importations<sup>1</sup>.

*L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie à 2,5 % en moyenne de septembre à mars...*

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

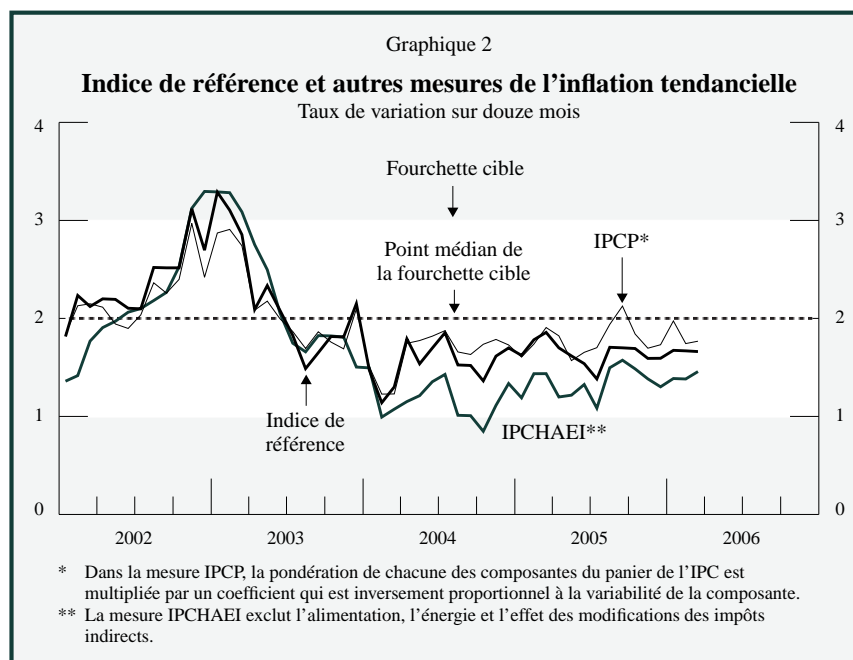
Le rythme d'augmentation de l'IPC global a été très volatil, oscillant dans une fourchette de 2,0 à 3,4 % depuis la publication, en octobre 2005, du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1), sous l'effet des variations constantes des prix de l'essence et des majorations substantielles des prix de détail du gaz naturel.

*... et elle est demeurée très volatile.*



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. Les composantes exclues 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 restés sous les 2 %.*

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable ces derniers mois, à environ 1,7 %. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées en deçà de 2 % (Graphique 2).

Bien que l'économie canadienne tourne à un niveau proche de son plein potentiel depuis le deuxième trimestre de 2004, les prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations ont de nouveau fléchi dans la foulée des baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et de l'appréciation passée du dollar canadien, deux facteurs qui ont continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence<sup>2</sup>. Relativement peu de signes laissent croire que le renchérissement de l'énergie se répercute de façon plus générale sur les prix des autres biens et services.

## Les facteurs qui influent sur l'inflation

### La demande globale et les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale

*Les cours de l'énergie étant nettement plus élevés...*

L'économie canadienne a continué de croître à un rythme soutenu au second semestre de 2005 et au début de 2006, malgré d'importants ajustements commandés par l'évolution de la conjonc-

<sup>2</sup> Pendant la dernière année, les réductions des prix des biens durables (automobiles exclues) et semi-durables, qui comportent tous deux une proportion élevée d'importations, ont retranché 0,3 point de pourcentage au taux d'accroissement de l'indice de référence.

ture internationale et les changements des prix relatifs qui en découlaient. Parmi les facteurs d'évolution, citons le dynamisme de l'économie mondiale, les prix élevés et volatils des produits énergétiques, le haut niveau des cours de beaucoup d'autres produits de base, le repli des prix de nombreux biens manufacturés et l'appréciation du dollar canadien.

Sous l'effet de l'envolée des cours mondiaux de l'énergie, les termes de l'échange du Canada, c'est-à-dire le rapport entre le prix des exportations et celui des importations, se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005. En conséquence, les revenus réels ont monté plus rapidement que la production réelle (mesurée par le PIB réel), comme en font foi les augmentations notables des bénéfices des entreprises, des revenus du travail et des recettes publiques.

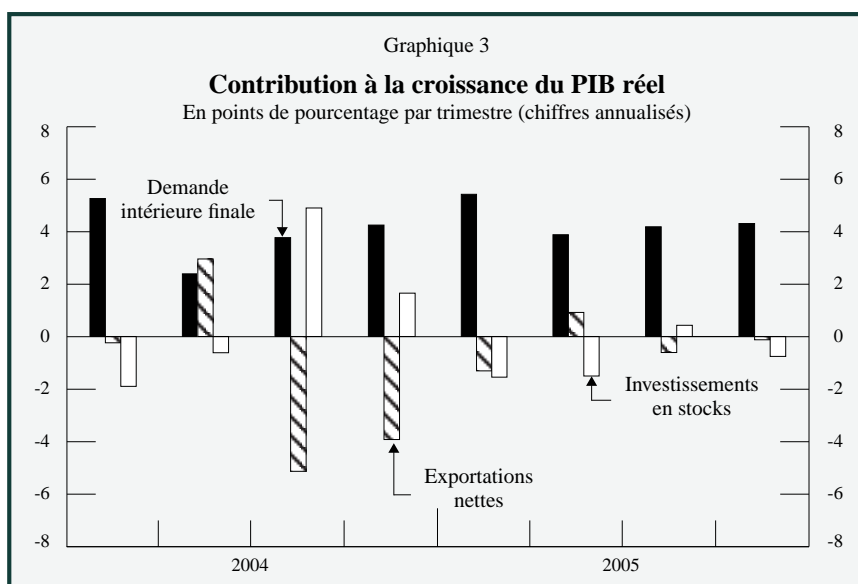
Le PIB réel du Canada a progressé de 3 % en rythme annuel au second semestre de 2005, tel que nous nous y attendions au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Ainsi, à la fin de l'année dernière, l'activité économique se situait à un niveau très proche de celui que nous projetions. Selon les données disponibles, le PIB réel aurait crû d'environ 3,2 % au premier trimestre de 2006, sous l'impulsion d'un bon nombre des facteurs observés pendant les six derniers mois de 2005.

Durant la deuxième moitié de 2005, la demande intérieure finale a continué de contribuer de façon appréciable à l'expansion du PIB, alors que les exportations nettes n'ont guère varié (Graphique 3). Poussées par la concurrence à comprimer leurs coûts et à améliorer leur productivité ou se heurtant à des contraintes de capacité, les entreprises ont encore accru leurs dépenses d'investissement de façon substantielle. Ces hausses ont été facilitées par la forte

*... les termes de l'échange du Canada se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005.*

*Le PIB réel du Canada a progressé comme prévu...*

*... à la faveur de la vive expansion de la demande intérieure finale.*



*Les entreprises ont continué d'augmenter sensiblement leurs dépenses d'investissement...*

*... et la croissance des exportations et des importations a été vigoureuse.*

*Les dépenses d'investissement dans le secteur énergétique ont connu une très forte augmentation...*

*... tandis que, dans l'industrie manufacturière, de nombreuses entreprises continuent de restructurer leurs opérations.*

rentabilité globale, les réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi que les conditions de financement favorables. La progression de la dépense des ménages a légèrement ralenti au cours du semestre après avoir fait un bond au cours des six mois précédents.

Dopées par l'essor soutenu de l'économie mondiale, les exportations canadiennes ont augmenté de façon marquée. En effet, leur croissance s'est nettement raffermie durant la deuxième moitié de 2005, ce qui tient en grande partie à la reprise des exportations de produits automobiles. Parallèlement, les importations ont elles aussi crû plus rapidement, encouragées par l'expansion remarquable de la demande intérieure finale.

Le niveau élevé des cours mondiaux des produits de base énergétiques et des métaux a contribué au maintien de la solide rentabilité des industries d'extraction pétrolière, gazière et minière et des entreprises de transformation du secteur au deuxième semestre de 2005 et au début de 2006. En outre, la production de ces industries s'est beaucoup raffermie durant la deuxième moitié de 2005, après avoir été freinée plus tôt dans l'année par des perturbations temporaires. Par conséquent, les dépenses d'investissement ont progressé de façon appréciable, et de nouvelles hausses importantes sont prévues à ce chapitre en 2006. Les dépenses relatives au réseau de pipelines devraient aussi s'accroître sensiblement. Bien que les retombées économiques du relèvement des investissements par les entreprises du secteur énergétique soient davantage manifestes dans les provinces productrices d'énergie de l'Ouest, l'activité dans d'autres provinces est aussi stimulée par les achats connexes de biens et de services.

Dans la plupart des secteurs peu exposés à la concurrence étrangère, comme la construction ainsi que le commerce de gros et de détail, la rentabilité est demeurée élevée au deuxième semestre de 2005. La production s'est vivement accrue, alimentée par des hausses substantielles de la demande intérieure finale et, dans certains cas, par une baisse des coûts des produits importés. L'emploi dans ces secteurs a augmenté de façon prononcée depuis le milieu de l'an dernier.

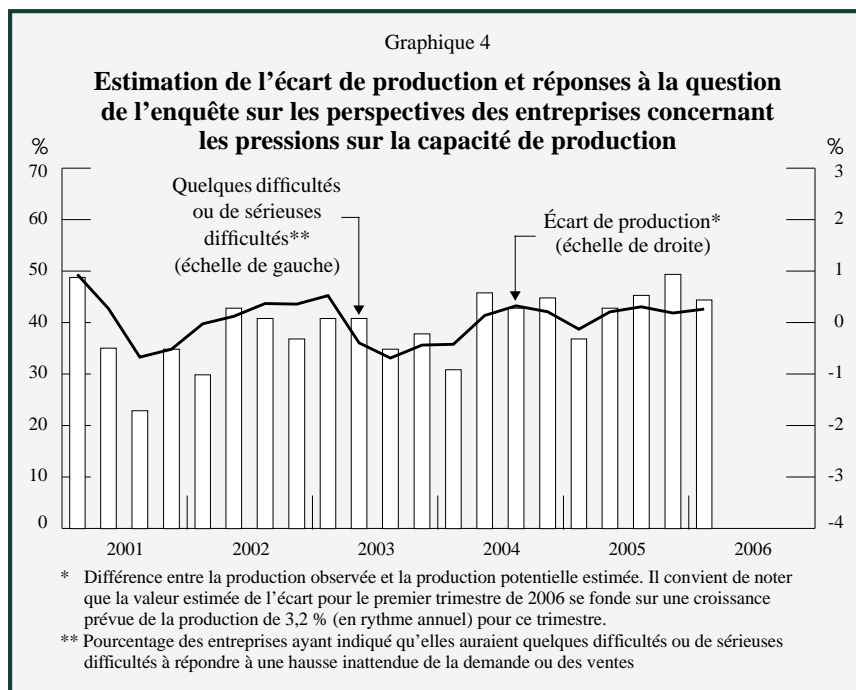
Au cours de la même période, la rentabilité de nombreuses branches du secteur manufacturier a été déprimée par l'incidence soutenue de la force du dollar canadien, le renchérissement de l'énergie et l'intense concurrence que livrent les pays à marché émergent (en particulier la Chine). En conséquence, l'emploi dans ce secteur a accusé un autre recul considérable, bon nombre de sociétés procédant à une restructuration de leurs opérations. Pour hausser davantage la productivité et réduire les coûts, les fabricants ont accru leurs dépenses d'investissement de façon importante en 2005, et l'on s'attend à de nouveaux investissements

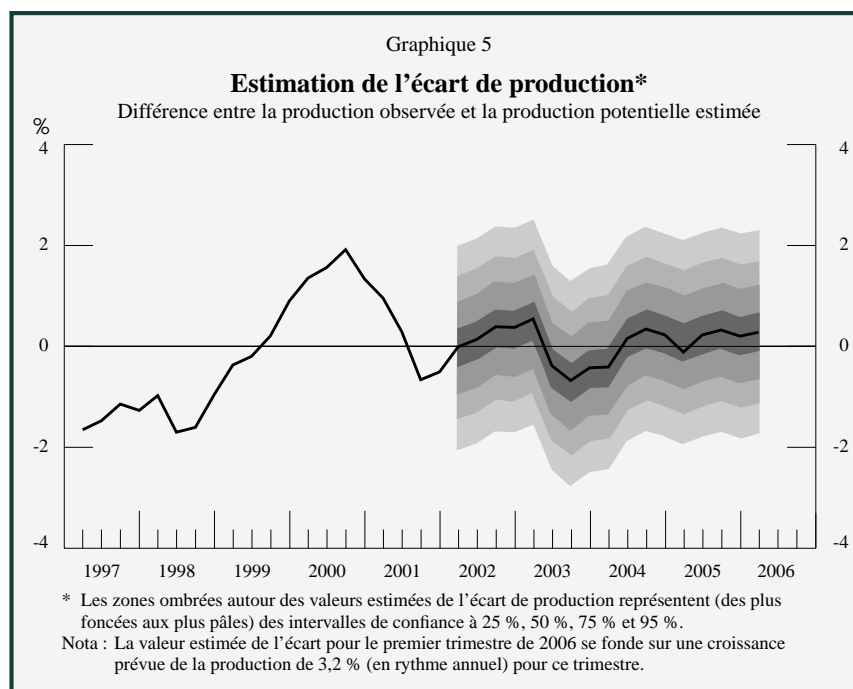
encore cette année. Grâce à ces diverses initiatives, la productivité dans le secteur manufacturier s'est redressée de 6,5 % environ (en rythme annuel) entre les deuxième et quatrième trimestres de 2005. Aussi la production a-t-elle continué de croître malgré le recul de l'emploi dans ce secteur.

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

Presque tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournait à un niveau égal ou supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2006.

D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne, quoique l'on constate une certaine amélioration depuis l'enquête précédente (Graphique 4). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne aussi à penser que l'économie fonctionnait légèrement au-delà de sa capacité au début de 2006 (Graphique 5). Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état depuis un certain temps déjà de pressions intenses sur l'appareil de production.





En général, les indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie tourne près de son plein potentiel. L'évolution des salaires et les signes récents d'une accélération de la croissance de la productivité du travail sont examinés dans la prochaine section.

À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence semble signaler des pressions moindres sur la capacité, elle qui s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003. Comme il a été mentionné précédemment, toutefois, les réductions constantes des prix de nombreux biens finis, dues notamment à l'entrée en scène de nouveaux producteurs asiatiques, contribuent à tirer vers le bas le taux d'accroissement de cet indice. De plus, l'inflation mesurée par l'IPC global a dépassé les 2 %, en raison surtout des vives tensions qui règnent sur les marchés mondiaux de l'énergie et qui sont imputables en partie à l'essor vigoureux de l'économie asiatique. Bref, l'évolution des prix à la consommation ne permet pas de croire à la présence d'une offre excédentaire.

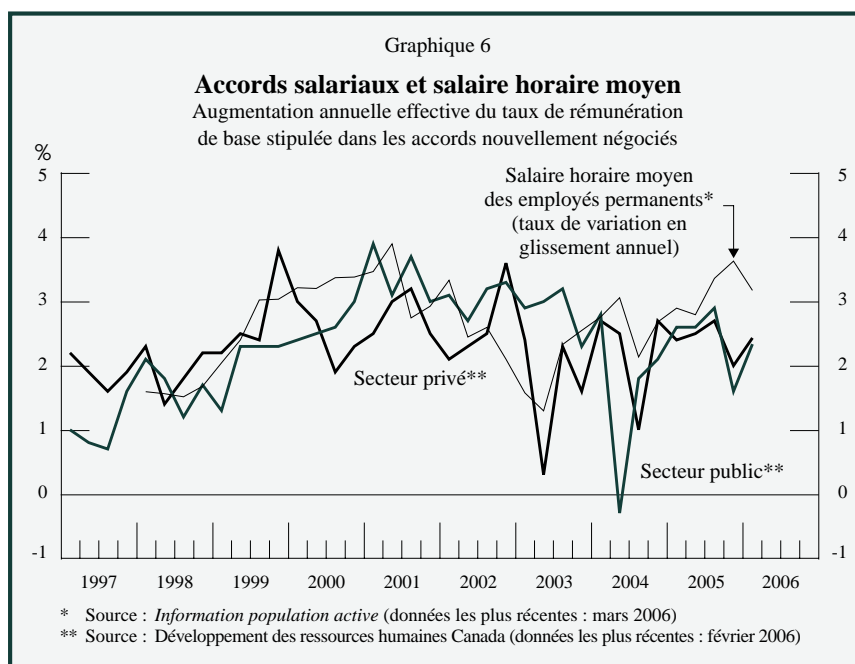
Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction juge qu'au début de 2006, l'économie fonctionnait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

### Les salaires et la productivité

*L'économie tournait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité au début de 2006.*

*Le taux d'accroissement tendanciel des salaires se situe entre 3 et 3 3/4 %...*

Le rythme d'accroissement global des salaires s'est accéléré au deuxième semestre de 2005 après plusieurs années de gains modestes, quoiqu'il semble avoir quelque peu ralenti au début de

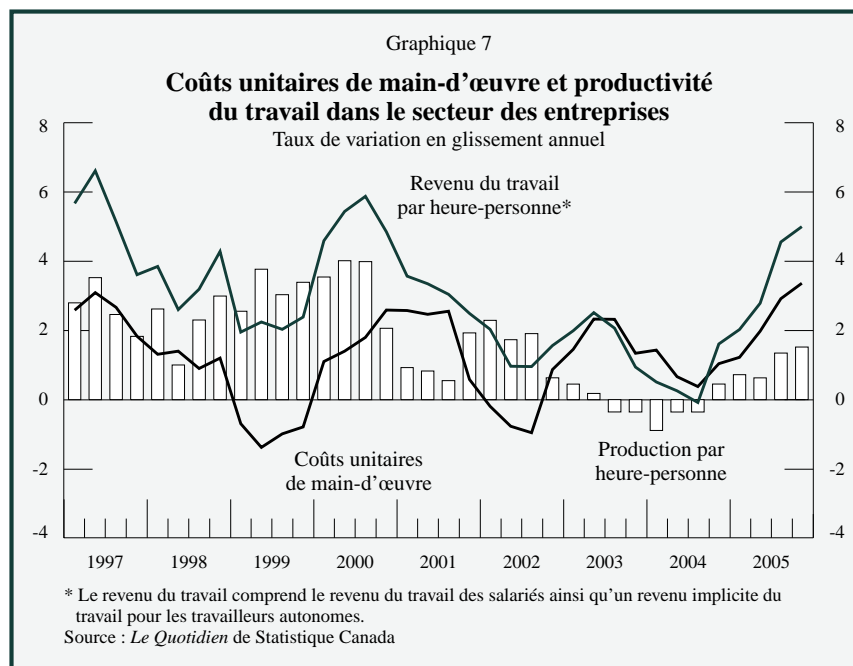


2006. La variation du salaire horaire moyen des employés permanents, tirée de l'Enquête sur la population active, constitue un bon indicateur de la tendance fondamentale des salaires. Selon cette mesure, la progression globale de ces derniers s'est établie entre 3 et 3 3/4 % depuis le milieu de 2005 (Graphique 6).

Les hausses salariales observées dans les provinces productrices de pétrole et de gaz naturel demeurent visiblement supérieures à celles enregistrées dans les autres régions du Canada. Ces disparités reflètent les différences dans les pressions qui s'exercent sur les divers marchés du travail au pays et encouragent les travailleurs à s'installer en Alberta ou à faire la navette entre leur province de résidence et des villes albertaines.

Après deux années de quasi-stagnation, la productivité du travail a recommencé à augmenter au deuxième semestre de 2005 et dépassait, au quatrième trimestre, de 1 1/2 % le niveau qu'elle atteignait un an plus tôt (Graphique 7). Sa croissance est ainsi plus conforme à l'hypothèse de la Banque, selon laquelle le taux d'accroissement de la productivité en longue période est d'environ 1 3/4 %. La vigueur de l'avance de la productivité ne se cantonne plus aux secteurs de la fabrication et du commerce de gros; elle touche aussi maintenant le transport et l'entreposage, l'information et la culture, ainsi que les services d'hébergement et de restauration. Le regain de productivité et sa généralisation sont particulièrement encourageants.

*... et la productivité du travail a recommencé à augmenter.*



Les données indiquent également une hausse de 5 % de la rémunération horaire au cours de la dernière année (Graphique 7) et une progression, après déduction des gains de productivité, de 3 1/2 % des coûts unitaires de main-d'œuvre pour l'année se terminant au quatrième trimestre de 2005. Toutefois, ces chiffres ont été gonflés par des paiements ponctuels (tels que des primes et des commissions) exceptionnellement élevés. Un taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération de 3 à 3 3/4 % et une augmentation de la productivité de 1 1/2 % sont compatibles avec une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre avoisinant les 2 %.

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

*Les prix du gaz naturel ont diminué considérablement depuis le quatrième trimestre de 2005...*

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui était de 65 dollars É.-U. au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier, s'est établi en moyenne à 70 dollars É.-U. pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 21 avril 2006. Les cours du pétrole brut lourd canadien, qui avaient beaucoup baissé depuis la fin de 2005, se sont redressés de façon marquée depuis le début d'avril<sup>3</sup>. Durant les trois derniers mois, les prix du

3. Le pétrole brut lourd représente près de 40 % de la production totale de brut au Canada. La diminution appréciable que les cours du brut lourd canadien ont enregistrée à la fin de 2005 et au début de 2006 (en sus des fluctuations saisonnières normales) tenait surtout au récent essor de l'exploitation des sables bitumineux, ainsi qu'au manque de capacité pipelinière et de capacité de valorisation pour pouvoir convertir cette production supplémentaire de pétrole brut lourd en combustible plus léger. L'expansion de la capacité pipelinière est pour beaucoup dans la remontée des cours survenue depuis.

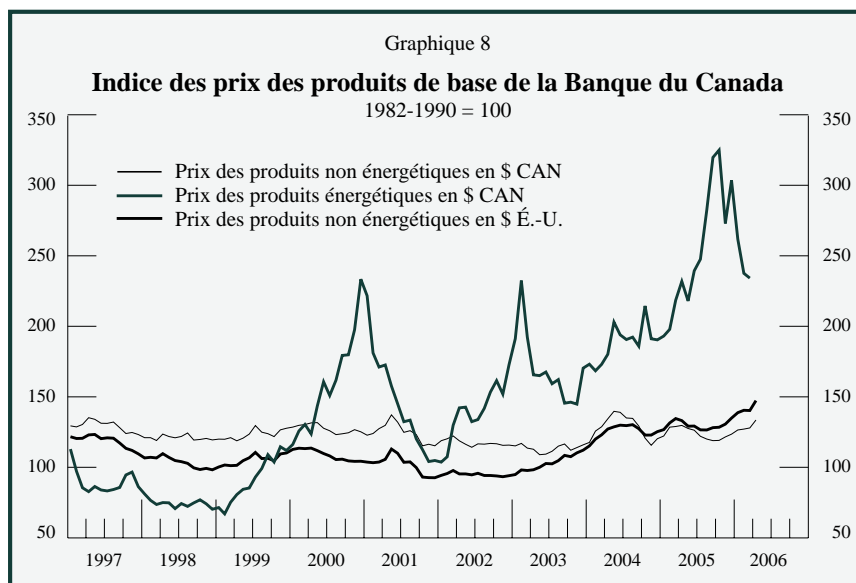
gaz naturel ont chuté aux alentours de 7 dollars É.-U. le million de BTU, ce qui est considérablement moindre que le niveau prévu l'automne dernier. Ce repli reflète principalement le tassement de la demande attribuable à l'hiver très doux qu'a connu l'Amérique du Nord.

Les produits de base non énergétiques ont renchéri de nouveau durant les derniers mois (Graphique 8). Les cours des métaux, en particulier, ont fortement augmenté, sous l'effet combiné d'une demande mondiale robuste et d'une offre limitée.

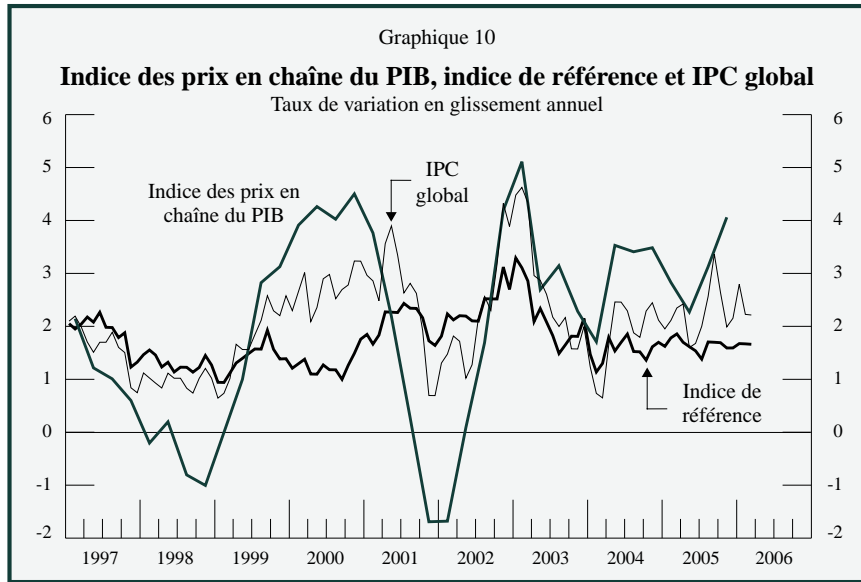
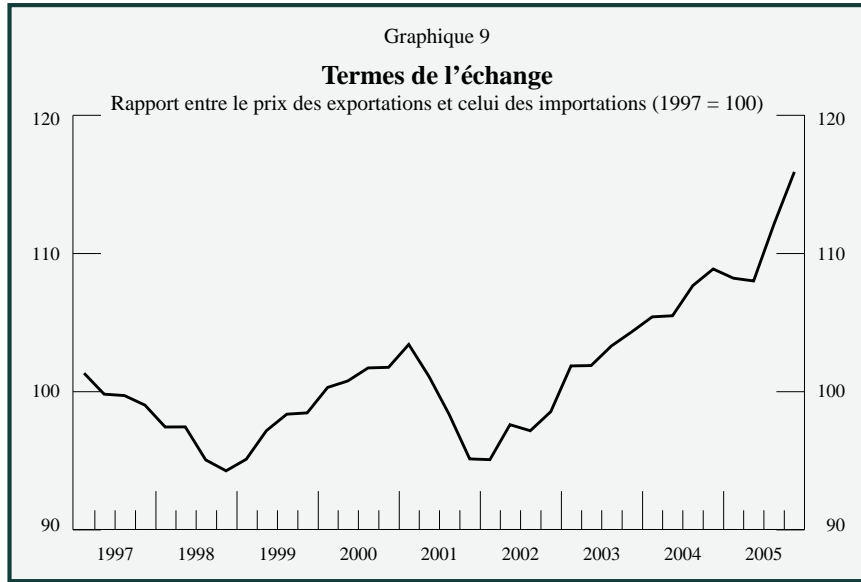
*... alors que les produits de base non énergétiques ont encore renchéri.*

À la faveur de l'amélioration importante des termes de l'échange du Canada au deuxième semestre de 2005 (Graphique 9), 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 4,1 % entre les quatrièmes trimestres de 2004 et de 2005 (Graphique 10). Résultat, le PIB nominal a affiché une progression marquée de 7,1 % au cours de la même période. La croissance vigoureuse du revenu réel a grandement contribué au vif essor de la demande intérieure finale.

Le fléchissement dont a fait récemment l'objet le prix du gaz naturel devrait avoir donné lieu à une faible détérioration des termes de l'échange du Canada au début de 2006 et, par ricochet, à un léger recul de la croissance du PIB nominal.





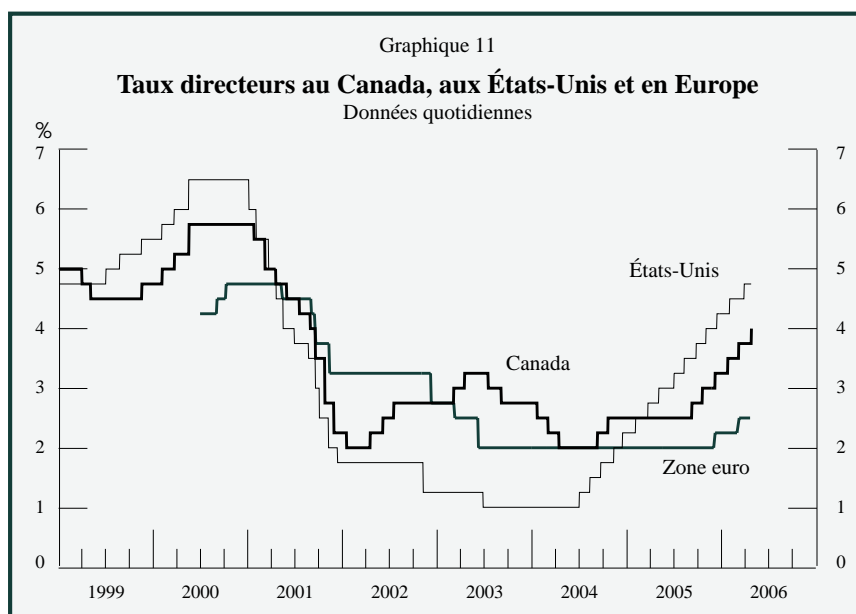


### 3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

#### Les taux d'intérêt et les taux de change

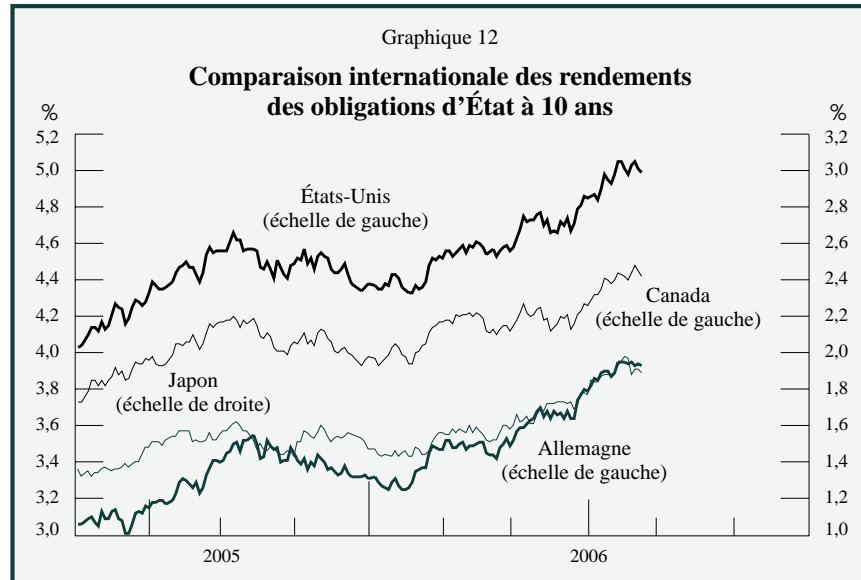
Face au dynamisme soutenu de l'économie mondiale, un certain nombre de pays industrialisés ont majoré leurs taux directeurs au cours des six derniers mois (Graphique 11). Ainsi, les banques centrales des États-Unis, de l'Union européenne et du Canada ont relevé leurs taux directeurs respectifs, tandis que celle du Japon a annoncé récemment qu'elle compte mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif. Les attentes des marchés financiers à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt à court terme ont eu tendance à s'accroître depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, ce qui va de pair avec la bonne tenue de l'économie.

*L'ascension des taux directeurs dans les pays industrialisés s'est poursuivie.*



L'augmentation effective et attendue des taux directeurs dans la plupart des pays industrialisés a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme (Graphique 12). Ces derniers avaient été particulièrement bas, en partie à cause de facteurs techniques liés à la demande et en raison du déséquilibre international entre l'épargne et l'investissement désirés. Au Canada également, les rendements obligataires ont eu tendance à s'accroître après la parution de la *Mise à jour* de janvier. Depuis ce moment, toutefois, l'écart entre les rendements des obligations américaines et canadiennes s'est élargi sur toute la gamme des échéances,

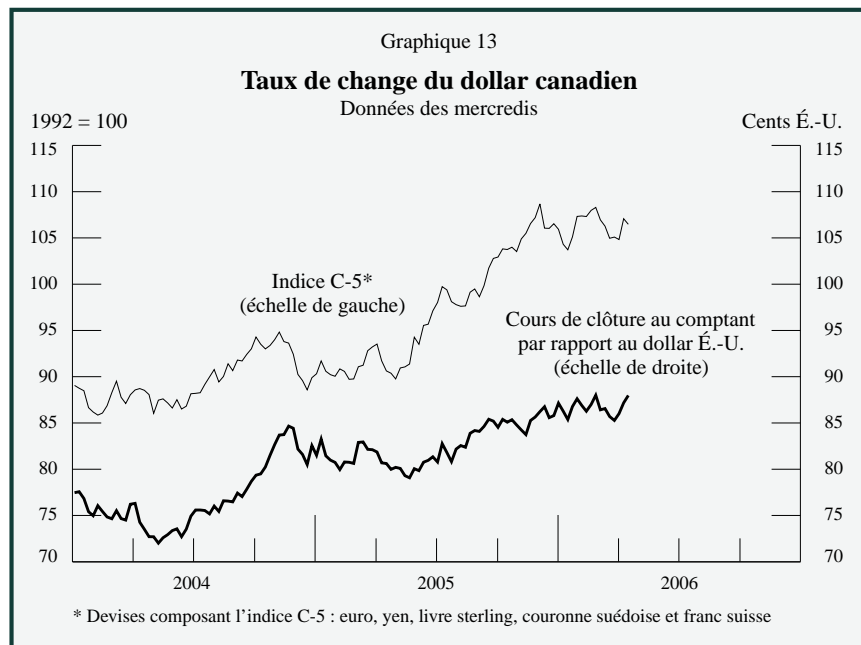
*La réduction des liquidités a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme.*



car la hausse des rendements des obligations du gouvernement américain à échéance comparable a été encore plus prononcée.

*Le cours du dollar canadien est relativement ferme par rapport à la plupart des grandes devises.*

Le cours du dollar canadien par rapport à la plupart des grandes monnaies est demeuré relativement ferme depuis janvier; face à la devise américaine, il a évolué dans une fourchette un peu plus élevée et un peu plus large (de 85 1/2 à 88 1/2 cents É.-U. environ) que celle observée alors (Graphique 13). Certains facteurs fondamentaux comme le renchérissement des produits de base, en particulier de l'énergie et des métaux, ont continué de soutenir le dollar



canadien pendant la période, ce qui a en grande partie neutralisé l'incidence des écarts négatifs entre les taux d'intérêt canadiens et américains.

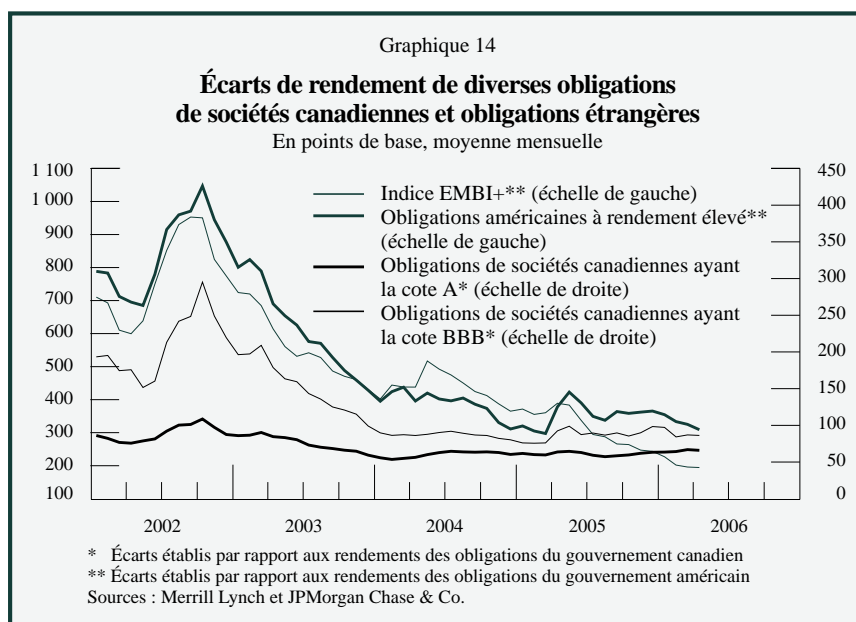
### Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les écarts de taux sur les obligations de sociétés sont restés faibles ces derniers mois. Toutefois, comme les rendements des obligations du gouvernement du Canada ont augmenté, les entreprises ont généralement dû assumer des coûts d'emprunt un peu plus élevés qu'ils ne l'étaient au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

Cela dit, les conditions du crédit aux entreprises sont encore très favorables (Graphique 14). Grâce à des bénéfiques records, les bilans des sociétés ont continué de s'améliorer, si bien que les encaisses des entreprises non financières se situent maintenant à des sommets inégalés, surtout dans le secteur des ressources naturelles, concentré dans l'Ouest du Canada. Sous l'effet de ces solides résultats financiers, l'indice TSX a enregistré une forte hausse. Cette excellente conjoncture financière incite à croire que les investissements des entreprises demeureront vigoureux.

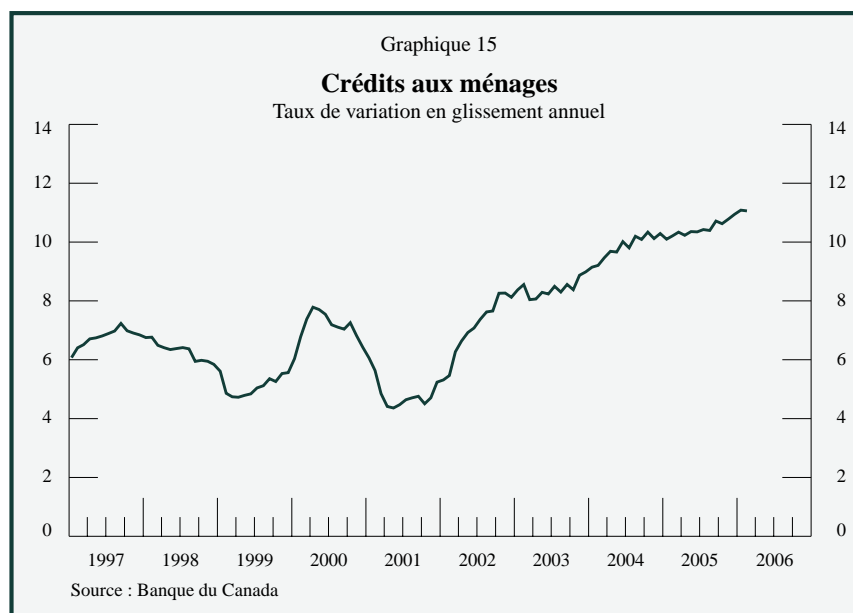
*Les entreprises jouissent de conditions de crédit favorables et d'une bonne santé financière...*

*... ce qui est de bon augure pour leurs investissements.*



Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, le taux d'expansion du crédit aux ménages a poursuivi sa montée (Graphique 15), sous l'influence principalement du dynamisme du marché de l'habitation. La croissance du crédit hypothécaire s'est intensifiée, à la faveur d'un regain d'activité sur les marchés de la revente et de la

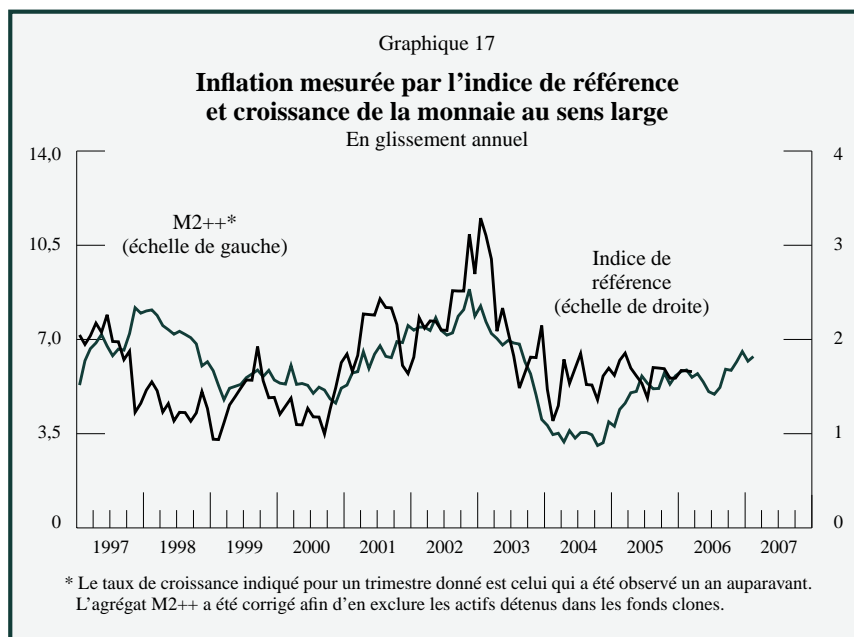
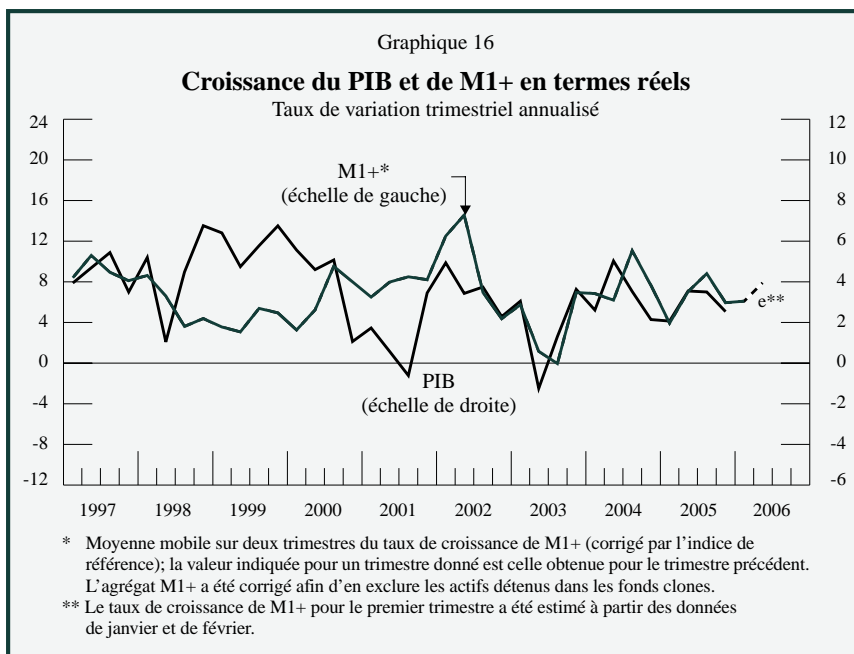
*La vigueur du crédit aux ménages continue de soutenir les dépenses de consommation...*



construction d'habitations. De plus, la hausse des prix des maisons et les innovations financières continuent de stimuler la demande de prêts sur la valeur nette de la propriété consentis soit dans le cadre d'un refinancement hypothécaire, soit sous forme d'une marge de crédit garantie par l'avoir propre foncier. Ces ponctions sur la valeur nette des propriétés ont soutenu les dépenses récentes des ménages. La forte hausse du crédit devrait continuer de soutenir les dépenses de logement et de consommation tout au long du premier semestre de 2006.

*... et la croissance des agrégats monétaires étroits laisse entrevoir une forte progression de la production au premier semestre de 2006.*

L'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit M1+ s'est accélérée depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, en raison surtout de la progression des dépôts des entreprises. Cette accélération laisse entrevoir un renforcement de la croissance de la production réelle au premier semestre de 2006 (Graphique 16). Au cours de la même période, le rythme d'accroissement de l'agrégat monétaire au sens large M2++ a aussi été un peu plus rapide (Graphique 17), ce qui cadre avec une montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2006.



## 4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée, grâce à des politiques susceptibles de favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et à une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels. L'évolution des prix de l'énergie, par ailleurs, devrait être conforme aux cours actuels des contrats à terme. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

### La conjoncture internationale

*L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux.*

La progression de la production mondiale, à laquelle ont contribué la plupart des principales économies d'outre-mer, s'est chiffrée à 4,7 % en 2005, soit un taux un peu plus élevé que prévu. Après avoir de nouveau affiché une forte croissance en 2006, l'économie mondiale devrait ralentir légèrement en 2007 et en 2008, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont (Tableau 1). Malgré la robustesse de l'expansion à l'échelle du globe et le relèvement des cours de l'énergie, peu de signes, jusqu'à maintenant, montrent une intensification des pressions inflationnistes sous-jacentes sur les prix à la consommation. Les autorités monétaires de nombreux pays ont déjà mis en œuvre des politiques propres à favoriser une croissance durable et non inflationniste.

*L'expansion du PIB atteint encore des niveaux inattendus en Chine...*

Les économies nouvellement industrialisées d'Asie ont enregistré une rapide croissance, le taux d'augmentation du PIB s'y étant établi en moyenne à 9,0 % en 2005, soit un niveau un peu plus haut que prévu. L'activité a fait un bond de 9,9 % en Chine, en raison surtout du dynamisme des investissements et des exportations. Les révisions apportées aux comptes nationaux du pays donnent à penser que l'expansion du secteur chinois des services a été nettement supérieure aux chiffres avancés précédemment. Au cours de la période de projection, l'économie chinoise devrait continuer de croître à un rythme soutenu, quoique légèrement moindre, alors que la composition de la demande se modifiera en faveur de la consommation privée.

*... et la croissance se raffermi au Japon.*

Au Japon, la croissance a également été plus vive et plus généralisée qu'on ne l'avait anticipé dans les numéros précédents du *Rapport*. Soutenue par l'essor des investissements et des dépenses des ménages — et par des exportations toujours fortes au demeurant —, l'économie nipponne a progressé de 2,7 % en 2005. On s'attend à ce que l'activité s'accélère dans ce pays en 2006, en grande partie grâce à la demande intérieure, avant de revenir à

une cadence compatible avec le taux d'accroissement de la capacité de production au cours des années suivantes.

L'économie tourne encore au ralenti dans les pays de l'Union européenne, bien que le taux d'expansion de 1,5 % enregistré en 2005 dépasse quelque peu le chiffre projeté dans le *Rapport* d'octobre. L'activité a été stimulée par des exportations et des investissements relativement vigoureux. En outre, des enquêtes menées auprès des entreprises laissent entrevoir de nouveaux progrès, et les conditions monétaires expansionnistes devraient continuer de favoriser une croissance graduelle durant la période à venir.

Aux États-Unis, le taux d'augmentation du PIB réel a été de 3,5 % en 2005, l'activité ayant reculé plus que prévu vers la fin de l'année. Toutefois, les indicateurs mensuels tendent à indiquer que l'économie s'est nettement accélérée au début de 2006, sous l'impulsion surtout de la forte demande intérieure. Les investissements des entreprises continuent d'alimenter la croissance en 2006, à la faveur notamment de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans. Dans l'ensemble, les pressions inflationnistes sont demeurées relativement contenues, en dépit du niveau élevé et de la volatilité des cours de l'énergie. On s'attend à ce que la vive expansion de l'économie se poursuive aux États-Unis en 2006 et à ce que le taux d'augmentation du PIB réel y atteigne 3,5 %. Le rythme de croissance devrait ensuite se relâcher, pour se situer à 3,2 % en 2007 et à 3,1 % en 2008. Ce fléchissement sera principalement attribuable à la stabilisation du marché du logement, au relèvement des taux d'intérêt et à un certain assainissement des finances publiques, tous des facteurs qui devraient concourir à un ralentissement des dépenses de consommation.

La vigueur soutenue affichée par les prix des produits de base depuis la publication de la *Mise à jour*, en janvier, traduit bien la fermeté de l'économie mondiale. Les cours à terme du pétrole brut pour le reste de 2006 et l'ensemble de l'an prochain sont supérieurs à ceux anticipés dans la *Mise à jour*; les cours à terme du gaz naturel (qui varient de 8 à 11,50 dollars É.-U. le million de BTU) sont pour leur part légèrement inférieurs aux prévisions pour le reste de 2006, et quasi inchangés pour 2007 (Graphique 18). La Banque s'appuie sur ces prix pour établir ses projections économiques. On estime, dans l'ensemble, que les cours des produits de base non énergétiques demeureront élevés, ce qui cadre avec la croissance soutenue de l'économie mondiale.

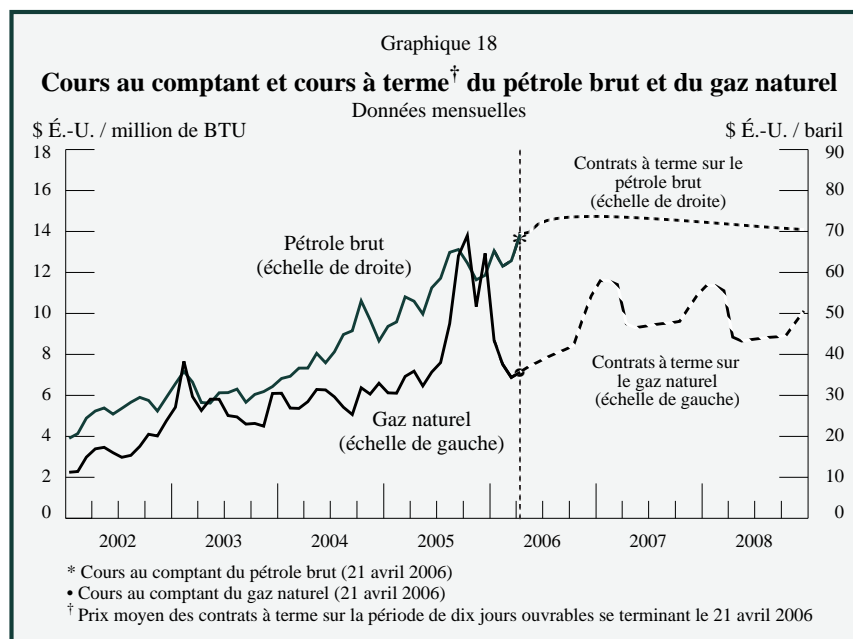
Ce scénario de référence concernant les perspectives mondiales suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée sous l'effet de politiques destinées à rééquilibrer la demande mondiale et d'ajustements opérés par le marché, y compris une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. Ce rééquilibrage est favorisé par une réduction du déficit budgétaire des États-Unis et par des politiques propices à un

*L'économie de l'Union européenne connaît une reprise.*

*Aux États-Unis, la croissance économique devrait se poursuivre à un rythme de 3,5 % en 2006, avant de ralentir graduellement.*

*Le scénario de référence suppose un rééquilibrage progressif de la demande mondiale.*





**Tableau 1**

**Projections relatives à la croissance mondiale<sup>a</sup>**

	Part du PIB mondial réel <sup>b</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale <sup>c</sup>			
		2005	Projection		
			2006	2007	2008
États-Unis	20	3,5 [0,70]	3,5 [0,70]	3,2 [0,64]	3,1 [0,62]
Union européenne	19	1,5 [0,28]	1,8 [0,33]	2,0 [0,37]	2,3 [0,43]
Japon	6	2,7 [0,17]	2,9 [0,19]	2,1 [0,13]	1,9 [0,12]
Chine et ENI <sup>d</sup> d'Asie	19	9,0 [1,67]	8,7 [1,63]	8,2 [1,53]	7,7 [1,44]
Autres pays	36	5,3 [1,92]	5,4 [1,96]	5,4 [1,94]	5,1 [1,85]
Ensemble du monde	100	4,7	4,8	4,6	4,4

- a. Il convient de noter que les taux de croissance indiqués dans les catégories « Chine et ENI d'Asie », « Autres pays » et, par conséquent, « Ensemble du monde » ne sont pas directement comparables à ceux dont faisaient état les numéros précédents du *Rapport sur la politique monétaire* et de la *Mise à jour*, en raison d'un changement apporté à la méthodologie employée. Une ventilation par pays plus détaillée et un nouveau système de pondération ont été adoptés, de sorte que la méthodologie est maintenant davantage conforme à celle utilisée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international.
- b. La part de chaque pays pour 2005 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 2006
- c. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
- d. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

renforcement de la demande intérieure ailleurs dans le monde, notamment les réformes structurelles en cours en Europe et en Asie. Le repli de la devise américaine, conjugué à la montée progressive des taux d'intérêt longs aux États-Unis, devrait aider la demande globale dans ce pays à se transformer, la croissance de celle-ci s'appuyant dorénavant davantage sur des sources extérieures et moins sur des sources intérieures.

Le réaligement des monnaies envisagé dans le scénario de référence implique une dépréciation du taux de change réel effectif du dollar É.-U. de l'ordre de 7 % d'ici la fin de la période de projection. Parallèlement, ce sont les monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole, dont la valeur en termes réels n'avait pas sensiblement augmenté de 2002 à 2004, qui devraient s'apprécier le plus face au billet vert. Quant au dollar canadien, le scénario de référence de la Banque suppose qu'il ne sera que légèrement touché par le recul de la devise américaine et que cet ajustement se produira vers la fin de l'horizon projeté.

### La demande et l'offre globales au Canada

Ce scénario de forte croissance à l'échelle internationale et de rééquilibrage graduel de la demande est généralement favorable à une poursuite de l'expansion économique au Canada, mais l'essor de la demande intérieure finale au pays devrait demeurer le principal moteur de cette expansion (Tableau 2).

*La croissance de la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de l'expansion économique au Canada jusqu'en 2008.*

<b>Tableau 2</b>			
<b>Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel*</b>			
En points de pourcentage			
	2006	2007	2008
Consommation	1,8 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6
Logement	0,1 (-0,2)	-0,1 (0)	-0,1
Dépenses des administrations publiques	0,9 (1,0)	0,9 (0,9)	0,6
Investissements fixes des entreprises	1,0 (0,9)	0,8 (0,7)	0,7
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	3,8 (3,4)	3,2 (3,2)	2,8
Exportations	1,7 (2,1)	1,4 (1,6)	1,2
Importations	-2,1 (-2,4)	-1,6 (-1,9)	-1,1
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	-0,4 (-0,3)	-0,2 (-0,3)	0,1
Stocks	-0,3 (0)	0 (0)	0
<i>PIB</i>	3,1 (3,1)	3,0 (2,9)	2,9

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

*Les investissements des entreprises devraient rester robustes...*

On croit que les investissements des entreprises resteront robustes au cours de la période de projection. Parmi les facteurs qui alimenteront une nouvelle hausse notable de ces dépenses cette année et l'an prochain, citons la croissance soutenue de l'économie mondiale, le niveau relativement élevé des cours anticipés pour les produits de base, le maintien attendu de la très grande solidité des bilans et de la forte rentabilité globale des entreprises, ainsi que la baisse des prix des machines et du matériel importés.

*... et les dépenses de consommation, s'accroîtront vigoureusement.*

Les dépenses de consommation devraient s'accroître vigoureusement pendant la période considérée, sous l'effet de nouveaux gains substantiels au chapitre du revenu réel disponible. On prévoit que les investissements dans le secteur du logement, qui ont connu un essor considérable ces dernières années, augmenteront encore un peu plus en 2006; de fait, ils dépassent déjà légèrement le niveau envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Ils devraient ensuite fléchir quelque peu en 2007 et 2008.

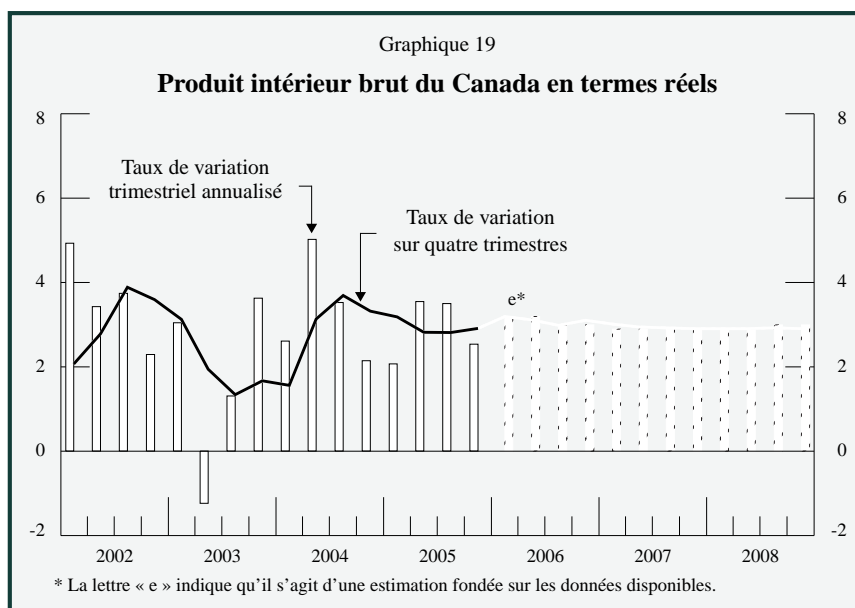
Globalement, les dépenses publiques en biens et services et les transferts gouvernementaux devraient croître sensiblement à la même cadence que les recettes durant l'horizon projeté. On s'attend donc à ce que la progression des dépenses de l'ensemble des administrations publiques soit assez prononcée cette année et en 2007, puis qu'elle ralentisse quelque peu en 2008.

*On s'attend à ce que les exportations nettes brident un peu la croissance pendant un certain temps.*

Selon nos prévisions, les exportations continueront de grimper, stimulées par la poursuite de l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale et par l'ajout de capacités de production importantes pour l'exploitation des matières premières au Canada. Parallèlement, la nouvelle hausse des investissements en machines et en matériel devrait dynamiser les importations. Par conséquent, on prévoit encore que les exportations nettes brideront un peu la croissance pendant un certain temps et que cette incidence s'atténuera au cours de l'horizon projeté.

*Selon nos prévisions, le taux d'accroissement du PIB au Canada s'établira à un peu plus de 3 % en 2006 et descendra légèrement sous ce taux en 2008.*

La Banque estime dans son scénario de référence que le taux d'accroissement annuel moyen du PIB s'établira à 3,1 % en 2006, à 3,0 % en 2007 et à 2,9 % en 2008 (Graphique 19, Tableau 3). Elle prévoit que le rythme d'expansion de la production potentielle sera de 2,9 % en 2006 et atteindra 3,0 % en 2007 et 2008. Ce profil laisse entendre que l'économie affichera une demande légèrement excédentaire cette année et qu'elle retournera au niveau de la production potentielle avant la fin de la période de projection. La Banque suppose, dans ce scénario, que la baisse de régime de l'économie américaine, combinée à l'effet retardé des relèvements passés des taux d'intérêt et d'une modeste hausse supplémentaire de ces derniers sur l'ensemble de la courbe de rendement, rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales.



**Tableau 3**  
**Résumé des projections selon le scénario de référence\***

	2006				2007		2008
	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 (taux de variation trimestriel annualisé)	<b>3,2</b> (3,2)	<b>3,2</b> (3,1)	<b>3,0</b> (3,0)	<b>3,0</b> (3,0)	<b>2,9</b> (2,9)	<b>2,9</b> (2,8)	<b>2,9</b>
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	<b>3,2</b> (3,2)	<b>3,1</b> (3,1)	<b>3,0</b> (3,0)	<b>3,1</b> (3,1)	<b>3,0</b> (3,0)	<b>2,9</b> (2,9)	<b>2,9</b>
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	<b>1,7</b> (1,7)	<b>1,8</b> (1,8)	<b>2,0</b> (1,9)	<b>2,0</b> (1,9)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b>
IPC global** (taux de variation en glissement annuel)	<b>2,4</b> (2,5)	<b>2,6</b> (2,4)	<b>1,9</b> (1,9)	<b>2,3</b> (2,3)	<b>2,1</b> (2,0)	<b>2,0</b> (2,0)	<b>2,0</b>
WTI † (niveau)	<b>63</b> (65)	<b>70</b> (66)	<b>73</b> (67)	<b>74</b> (67)	<b>74</b> (67)	<b>73</b> (67)	<b>71</b>

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2006.

\*\* Exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services

† 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 21 avril 2006.

## L'inflation

*Les mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période ont reculé, tandis que les indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %.*

*L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer, en moyenne, à environ 2,0 % en 2007 et en 2008.*

*Ce scénario ne tient pas compte d'une réduction de la TPS.*

Après avoir augmenté légèrement au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont reculé dernièrement. En outre, 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 ce printemps, 78 % 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, et la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a diminué depuis l'enquête menée à l'automne. De plus, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2006 et 2007 s'établit juste au-dessous de 2 %, tandis que leurs pronostics à long terme continuent d'avoisiner 2 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer à environ 2,5 %, en moyenne, au premier semestre de 2006 et à près de 2,0 %, en moyenne, en 2007 et en 2008 (exclusion faite des effets d'une modification de la TPS). Le comportement des cours du pétrole brut et du gaz naturel aura une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Les prix à la consommation du gaz naturel devraient baisser sensiblement d'ici la fin de 2006, à mesure que le récent repli des prix de gros se reflétera davantage dans les contrats et les prix réglementés. Il est également à noter que l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait tomber provisoirement bien en deçà de 2 % en septembre prochain, en raison de la flambée qu'ont enregistrée les prix de l'essence un an auparavant, à la suite des perturbations de la production américaine provoquées par le passage des ouragans.

Ce scénario ne tient pas compte de l'intention annoncée par le gouvernement fédéral de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % cette année. La Banque estime qu'une telle réduction de la TPS entraînerait, dans le mois de sa mise en œuvre, une baisse directe de l'IPC de quelque 0,6 point de pourcentage. Il en résulterait une diminution équivalente du taux de variation de l'IPC, en glissement annuel, pour les douze mois suivant l'application du changement. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, la Banque ne prévoit pas d'effets de seconde vague de cette modification sur l'inflation. (Voir la Note technique 1 pour une analyse approfondie des effets attendus de cette mesure.)

## Note technique 1

**Incidence d'une modification de la TPS sur l'inflation  
et implications pour la politique monétaire**

Le gouvernement fédéral a annoncé son intention de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % à brève échéance et à 5 % d'ici cinq ans. De telles réductions auraient pour conséquence directe d'abaisser le taux de variation en glissement annuel de l'IPC global dans les douze mois qui suivraient.

Dans la conduite de sa politique monétaire, la Banque continue de faire abstraction de l'incidence directe des modifications des impôts indirects sur l'inflation et de ne réagir qu'aux « effets de seconde vague », c'est-à-dire aux effets d'entraînement que ces modifications peuvent avoir sur l'évolution générale des salaires et des prix. Les attentes d'inflation étant fermement ancrées, la Banque juge que la probabilité qu'une diminution de la TPS engendre des effets de seconde vague est minime.

La Banque estime que le fait de ramener la TPS de 7 à 6 % retrancherait directement environ 0,6 point de pourcentage au taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global durant l'année qui suivrait cette réduction. Cette estimation repose sur certaines hypothèses qui ont été établies concernant la proportion taxable de chacune des composantes de l'IPC, sur la base des données relatives aux recettes tirées de la TPS<sup>1</sup>. Au nombre des composantes de l'IPC qui seraient les plus touchées figurent les services (à l'exclusion de ceux liés au logement) ainsi que les biens semi-durables et durables<sup>2</sup>. L'indice de référence ne devrait pas être affecté directement, car il exclut par définition les retombées estimatives de modifications des impôts indirects.

Il faut préciser que ces estimations ne prennent en compte que les effets directs et supposent qu'un changement apporté à la TPS se répercute entièrement sur les prix à la consommation au cours du mois où il entre en vigueur. L'incidence réelle d'une modification de la TPS sur l'ensemble des prix dépend des conditions du marché, de la structure des coûts et de l'élasticité de la demande et de l'offre de divers biens et services.

1. La formule d'estimation de l'effet initial de la réduction de la TPS sur l'IPC se lit comme suit :

$$\text{Variation en \% du niveau de l'IPC} = \text{modification du taux de la TPS} \times \sum_{i=1}^n \left[ \begin{array}{cc} \text{proportion taxable} & \text{pondération} \\ \text{de la composante } i & \text{de la composante } i \\ \text{de l'IPC} & \text{dans l'IPC} \end{array} \right]$$

2. Certaines des composantes de l'IPC, dont les aliments consommés à la maison, le loyer et les intérêts sur les prêts hypothécaires, sont exonérées de la TPS.

*L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006 et y demeurer pendant le reste de la période de projection.*

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester inférieure à 2 % durant le premier semestre de 2006, puis remonter à 2 % au second semestre, plus tôt que la Banque ne le prévoyait dans la *Mise à jour* de janvier, à cause des majorations annoncées des tarifs d'électricité. Les pressions à la baisse continues exercées par la réduction des prix des biens manufacturés devraient être compensées par les pressions à la hausse attribuables au léger excédent de la demande au sein de l'économie. On s'attend à ce que ces pressions opposées diminuent de part et d'autre au cours de la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurant à 2 %.

Les hausses des gains horaires moyens des employés permanents devraient atteindre près de 4 % pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Par ailleurs, en raison de la modeste accélération attendue du rythme de progression de la productivité du travail, le taux d'augmentation, en glissement annuel, des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait avoisiner 2 % durant la même période.

### **Les risques pesant sur le scénario de référence**

Le scénario de référence de la Banque est entaché de risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque considère que ceux-ci sont relativement équilibrés. Toutefois, il subsiste un faible risque que l'ajustement des déséquilibres mondiaux se fasse de façon désordonnée, ce qui accentuerait le risque d'un ralentissement économique plus tard au cours de la période de projection. Cette éventualité paraît moins probable qu'elle ne l'était il y a quelque temps, à en juger par les signes donnant à penser que les autorités mettent en œuvre des mesures pour remédier à ces déséquilibres et qu'un déplacement s'opère au sein de la demande mondiale. (Voir la Note technique 2.)

Les risques que la progression de l'activité et l'inflation au Canada soient plus élevées que prévu sont grandement liés au dynamisme de l'expansion mondiale et à la trajectoire des cours des produits de base qui en découlera. Les perspectives économiques sur la scène internationale ont été étonnamment favorables et pourraient demeurer plus vigoureuses qu'on ne l'anticipe. Une telle évolution, combinée aux tensions géopolitiques et aux délais possibles dans la mise en exploitation de nouvelles ressources, pourrait faire grimper encore davantage les prix des produits de base. Pour le Canada, cela signifierait une demande accrue de ses exportations, des prix plus élevés pour ses exportations de matières premières, une croissance de ses revenus renforcée et des pressions à la hausse sur sa monnaie. Une expansion plus rapide que projeté de l'économie mondiale risquerait également d'exercer des pressions sur les capacités de production de cette dernière. La



## Note technique 2

**Ajustement à long terme de l'épargne mondiale  
et des déséquilibres des balances courantes**

Le déficit courant des États-Unis a atteint 6,4 % du PIB en 2005, après s'être accru de façon assez régulière depuis 1995, où il ne s'établissait qu'à 1,5 % du PIB. Son creusement a eu pour contrepartie une hausse analogue des excédents courants ailleurs, en particulier dans les économies émergentes d'Asie, les pays exportateurs de pétrole et, dans une moindre mesure, certains pays industrialisés, dont le Japon et l'Allemagne. Au cours des dernières années, ces déséquilibres des balances courantes ont eu pour cause principale les écarts importants entre la dépense et la production intérieures qui ont découlé du faible taux d'épargne privée et publique aux États-Unis et du niveau relativement élevé de cette épargne dans les autres pays.

La plupart des observateurs estiment que les États-Unis ne pourront maintenir indéfiniment un déficit courant de cette ampleur, puisque cela occasionnerait des hausses considérables de leurs engagements extérieurs nets et des paiements beaucoup plus élevés au titre du service de la dette. Dans le passé, pour résorber leurs déficits courants, les pays reconstituaient leur épargne en ralentissant la demande intérieure, ce qui allait normalement de pair avec une dépréciation de la monnaie. Même si la majorité des observateurs sont d'avis que les États-Unis suivront un parcours similaire, et que l'ajustement sera long et graduel, ils s'interrogent sur l'ampleur que revêtira le ralentissement de l'économie américaine et sur les répercussions qu'il aura sur la croissance mondiale. Le scénario le plus probable, qui est repris dans la projection décrite dans le présent rapport, est celui d'un ajustement en douceur.

Il y a des raisons de croire que les déséquilibres mondiaux peuvent être résolus de façon ordonnée. Dans la mesure où ces déséquilibres sont liés aux décisions du secteur privé en matière d'épargne, de consommation et d'investissement, les forces du marché devraient pouvoir les ramener à un niveau viable. Les marchés financiers internationaux sont devenus plus complets et donc plus efficaces dans la répartition de l'épargne entre les pays. Les grandes institutions financières semblent dotées de capitaux suffisants et ne paraissent pas trop exposées aux risques. Enfin, les gouvernements continuent d'affirmer qu'ils prendront les mesures nécessaires pour favoriser un ajustement fondé sur le marché qui contribuera à réduire les déséquilibres à moyen terme et à soutenir la croissance.

Néanmoins, plus les déséquilibres persisteront, plus le risque d'un ajustement désordonné augmentera. Bien que certains indices donnent à penser que la mise en œuvre de certaines des mesures correctives requises progresse à des degrés divers, des mesures additionnelles de la part des autorités aideraient à ancrer les attentes des marchés et à promouvoir un ajustement harmonieux s'appuyant sur les forces du marché. Si les autorités ne vont pas plus loin, le risque que le processus d'ajustement soit désordonné s'accroîtra, à savoir le risque que des perturbations graves sur les marchés financiers (c.-à-d. des mouvements marqués du dollar américain et des taux d'intérêt aux États-Unis) se propagent à l'économie réelle, notamment par suite d'une baisse de confiance des consommateurs et des investisseurs et, peut-être, d'un regain de protectionnisme<sup>1</sup>. Dans cet autre scénario, la production diminuerait de façon prononcée à l'échelle du globe et la demande de biens et de services canadiens reculerait.

1. La plupart des observateurs se sont arrêtés à deux scénarios — l'un où l'ajustement s'effectue en douceur et l'autre où il s'opère de façon désordonnée — afin de pouvoir analyser deux résultats bien distincts. Il convient toutefois de mentionner que des scénarios intermédiaires sont envisageables.



situation pourrait ralentir le repli des prix de nombreux biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux et donc amplifier les pressions à la hausse sur l'inflation au pays, par rapport au scénario de référence.

Un important risque à la baisse pour l'économie canadienne est la possibilité d'un tassement plus abrupt qu'escompté de l'activité aux États-Unis. Ce risque pourrait se matérialiser de diverses manières. Ainsi, les ménages américains pourraient infléchir leur demande de logements et de véhicules automobiles et tenter de reconstituer leur épargne à une cadence plus vive qu'on ne le prévoit. Cela déprimerait les exportations canadiennes. Une baisse de régime de l'économie américaine pourrait aussi découler d'un ajustement aux déséquilibres mondiaux marqué par une décélération de l'expansion dans le reste du monde et une baisse concomitante des prix des produits de base. Il s'ensuivrait des retombées négatives pour le Canada. De façon plus générale, l'un des risques associés à la correction des déséquilibres mondiaux est que la dépréciation du dollar américain en termes effectifs soit plus accentuée vis-à-vis de la monnaie canadienne que ne le suppose notre projection, ce qui freinerait davantage les exportations nettes et ralentirait l'expansion au Canada.

Il subsiste également de l'incertitude au sujet du niveau et de la croissance de la production potentielle au pays. Il se peut que la productivité croisse à un rythme supérieur à celui qui est retenu comme hypothèse dans le scénario de référence, étant donné les investissements effectués par les entreprises pour accroître leur productivité et les rationalisations des méthodes de travail auxquelles elles procèdent pour compenser les pénuries de main-d'œuvre. Par ailleurs, les importants ajustements sectoriels et régionaux qui sont encore en cours en réponse aux mouvements des principaux prix relatifs continuent de rendre particulièrement difficile l'évaluation du niveau des capacités.

## 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-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.
- Consensus Economics Inc. (2006). *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.

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 : 1 877 782-8248

Adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca)

Site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)