



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009



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 taux d'inflation bas, stable et prévisible 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 se sont entendus sur 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. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC 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 utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

La Banque prévoit que la croissance reprendra plus tard cette année, mais que la reprise à l'échelle du globe et au Canada sera plus modeste que de coutume. Cette situation tient en partie à la nécessaire correction d'une série de déséquilibres au sein des grandes économies et entre celles-ci. Initialement, la reprise sera en grande partie attribuable à la politique monétaire et aux mesures très énergiques prises à ce chapitre ainsi qu'à la politique budgétaire, qui commence à avoir une incidence.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
18 juin 2009
Regina, Saskatchewan*

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

3 L'évolution récente

5 L'évolution des marchés financiers mondiaux

7 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

11 L'économie canadienne

11 L'évolution récente

11 L'offre et la demande globales

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

15 L'inflation et la cible de 2 %

16 Les conditions du crédit au Canada

19 Le taux de change

21 Les mesures d'intervention

21 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

22 L'offre et la demande globales

24 La projection en matière d'inflation

27 Les risques entourant les perspectives

Notes techniques

20 La politique monétaire fait contreponds au frein qu'exercent les conditions du crédit

25 L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada

Vue d'ensemble

L'économie mondiale a été secouée par une récession intense et synchronisée, et une offre excédentaire considérable est apparue. De plus en plus de signes indiquent maintenant que l'activité économique a commencé à se redresser dans de nombreux pays par suite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des actions menées afin de stabiliser le système financier international. Toutefois, la reprise commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.

La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'adoption de politiques monétaire et budgétaires expansionnistes, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance chez les entreprises et les ménages stimulent la croissance de la demande intérieure. Cependant, l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion.

La vigueur précoce de la demande intérieure tient en partie à un avancement des dépenses des ménages, ce qui modifie légèrement le profil de croissance au cours de la période de projection par rapport à celui présenté dans le *Rapport* d'avril. La Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,3 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, et qu'elle atteindra son plein potentiel au milieu de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin et devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence a à peine baissé au deuxième trimestre de 2009. La Banque s'attend encore à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence diminue au second semestre de cette année avant de remonter progressivement pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Un autre risque à la hausse a trait à

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 juillet 2009.

la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établisse à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie mondiale

L'évolution récente

La récession mondiale synchronisée qui a débuté au dernier trimestre de 2008 s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, sous l'effet d'un tassement de la demande internationale plus prononcé qu'on ne le prévoyait au moment de la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. La récession a persisté au deuxième trimestre, mais le recul de la production semble avoir décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux. Les mesures énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20 ont aidé à stabiliser les marchés financiers, réduit l'incertitude et soutenu la demande globale. Les marchés boursiers de la planète se sont redressés après s'être effondrés en 2008 et au début de 2009, les écarts de crédit des marchés clés se sont rétrécis, et les banques ont été en mesure de mobiliser les capitaux dont elles avaient besoin.

L'économie mondiale demeure fragile cependant. La réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises se poursuit, faisant écho aux corrections en cours au sein de l'économie réelle. L'ajustement des stocks, de l'emploi et du capital au fléchissement de la demande mondiale a concouru à un ralentissement notable de la croissance du PIB réel des grandes économies (**Graphique 1**). La demande atone et les écarts de

La récession mondiale a persisté au deuxième trimestre de 2009, mais le recul de la production a décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux.

Graphique 1 : Le PIB réel des grandes économies s'est brusquement contracté au premier trimestre

Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

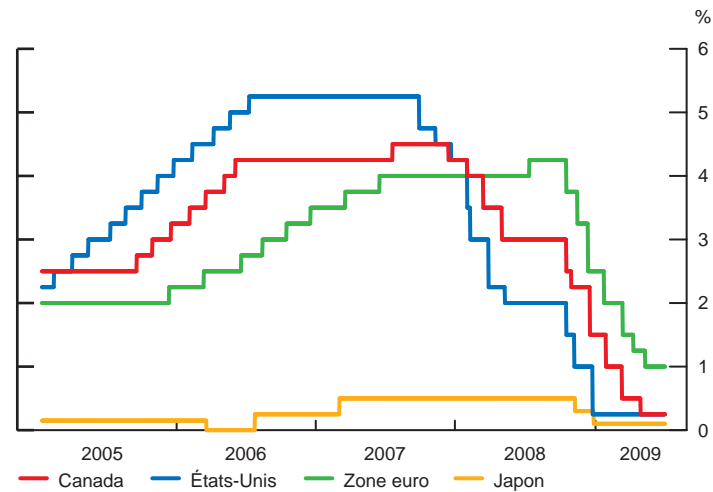
L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

production plus négatifs ont fait reculer les taux d'inflation à l'échelle internationale, mais les ajustements structurels de l'économie mondiale ont freiné la croissance de la production potentielle et, sous l'effet également des rigidités des prix et des salaires, ont atténué la pression à la baisse sur l'inflation.

L'adoption de mesures de politique budgétaire et monétaire vigoureuses (**Graphique 2**), conjuguée à l'octroi d'un soutien continu au secteur financier, a contribué à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises et à améliorer les conditions sur les marchés financiers dans la plupart des pays. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

Graphique 2 : Les taux directeurs ont touché ou avoisinent leur valeur plancher dans de nombreux pays

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Aux États-Unis, le fléchissement de l'activité économique s'est poursuivi au premier semestre de 2009, mais de manière moins prononcée. Les ventes de véhicules automobiles ont été nettement inférieures à celles enregistrées l'année précédente, et la restructuration en cours dans le secteur nord-américain de l'automobile incite à penser que la production totale en 2009 sera à son niveau le plus faible depuis plus de 30 ans. Le secteur de la construction aux États-Unis est demeuré anémique et les prix des maisons ont continué de reculer. Toutefois, les ventes de maisons se sont stabilisées et les stocks de maisons neuves invendues ont diminué, ce qui indique que la baisse des investissements dans le secteur résidentiel pourrait tirer à sa fin. Par ailleurs, les paiements de transfert et les réductions d'impôt ont poussé à la hausse le revenu disponible au deuxième trimestre et le rythme de la détérioration du marché de l'emploi a ralenti quelque peu. Des indicateurs avancés, comme les nouvelles commandes et la confiance des ménages, laissent croire que l'économie américaine aurait touché son creux.

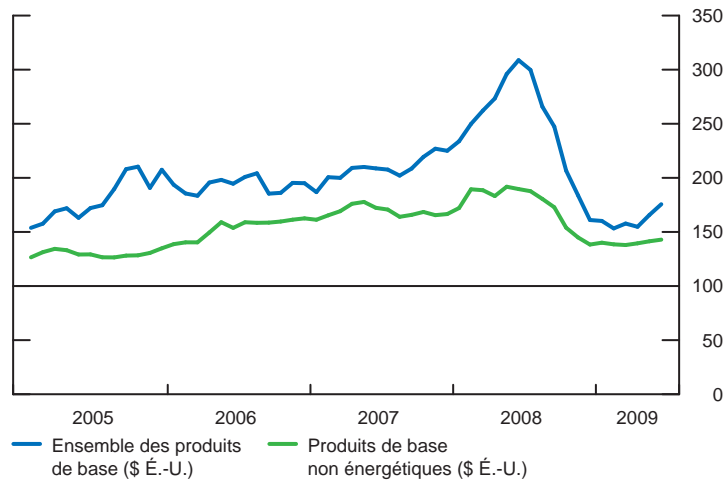
En Europe, l'activité économique au premier semestre de 2009 a été plus faible que prévu, par suite du repli marqué des investissements et des exportations nettes ainsi que de la correction des stocks en cours. Les entreprises ont réduit leur production et leurs investissements en réaction à une dégradation du contexte extérieur, à une appréciation de la monnaie et à l'atonie de la demande intérieure. Le chômage a augmenté, alors que les rigidités ont freiné l'ajustement du marché du travail. L'incertitude entourant l'état du

secteur bancaire demeure élevée, en raison des craintes que les tests de résistance annoncés récemment concernant les banques européennes ne révèlent de nouvelles capitalisations insuffisantes associées au ralentissement prononcé de l'activité et à leur exposition en Europe de l'Est. Au Japon, après la contraction d'une ampleur inattendue de l'économie observée au premier trimestre, les indicateurs économiques pour le deuxième trimestre sont plus favorables. Une correction rapide des stocks et l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire ont ravivé la confiance des entreprises et des consommateurs japonais. En Chine, l'activité a été beaucoup plus vigoureuse que dans les autres économies asiatiques grâce aux dépenses d'infrastructure considérables et aux politiques visant à soutenir la consommation, lesquelles ont stimulé la demande intérieure et aidé à contrebalancer la chute des exportations.

Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du *Rapport* d'avril (**Graphique 3**). Les cours de l'énergie se sont inscrits en hausse, sous l'impulsion d'importantes réductions de production par l'OPEP, de la baisse des stocks et de la montée attendue de la demande d'énergie, notamment en Asie. Les courbes des cours à terme continuent à indiquer une augmentation des prix du pétrole durant la période à venir. Si la progression des prix des produits de base non énergétiques a été moins marquée, celle des métaux a été appréciable en raison principalement de l'augmentation de la demande chinoise.

Graphique 3 : Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice : 1982-1990), données mensuelles



Source : Banque du Canada

L'évolution des marchés financiers mondiaux

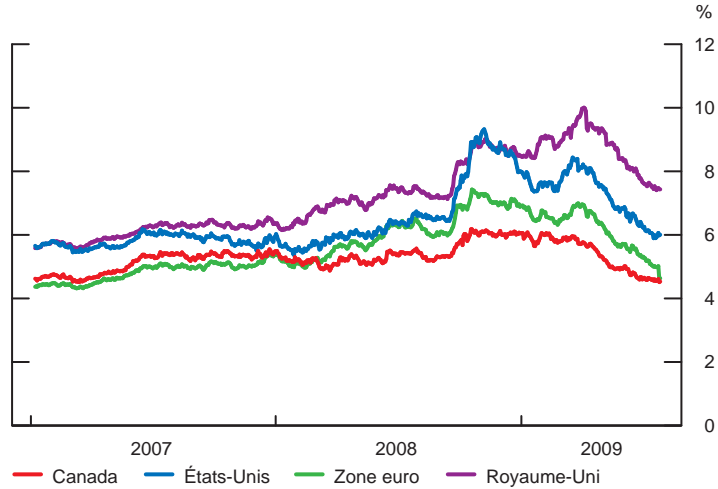
La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques à l'échelle du globe, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial au deuxième trimestre de 2009. À mesure que les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique dans le monde ont diminué, les marchés boursiers internationaux se sont redressés et se sont mis à tabler sur des perspectives plus positives. Les conditions sur les marchés des obligations de sociétés ont commencé à s'améliorer dans

La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial.

bon nombre de pays, comme en témoignent la baisse des primes de risque sur ces titres et l'accroissement des émissions de ce type d'obligations (**Graphique 4**). L'achèvement des tests de résistance auxquels ont été soumises les grandes banques américaines a aidé à restaurer la confiance dans les institutions financières, ce qui a contribué au rétrécissement des écarts sur le marché interbancaire (**Graphique 5**).

Graphique 4 : Les coûts d'emprunt des entreprises ont fortement reculé^a

Données quotidiennes



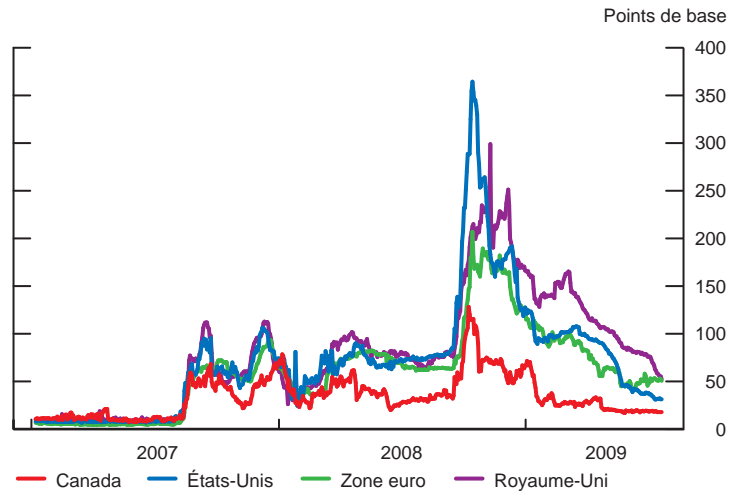
a. Rendements des obligations de sociétés de bonne qualité. Les séries ne sont pas nécessairement comparables d'un pays à l'autre parce que les combinaisons de notation de crédit et de durée peuvent différer sur les marchés obligataires intérieurs.

Sources : Merrill Lynch et Bloomberg

Graphique 5 : Les marchés du financement à court terme se sont améliorés considérablement

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour^a

Données quotidiennes



a. LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada
Source : Bloomberg

Si ces signes de stabilisation des conditions financières sont encourageants, de nombreuses améliorations sont liées aux interventions de l'État. Le fonctionnement des marchés des instruments titrisés demeure gravement entravé, et l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises a continué de se resserrer dans de nombreux pays, comme l'indiquent les enquêtes auprès des responsables du crédit.

Dans l'ensemble toutefois, l'évolution récente donne à penser que les marchés financiers mondiaux se rétablissent, alors que s'estompent les graves difficultés que les marchés ont connues après la faillite de Lehman Brothers en septembre dernier. Les progrès réalisés dans la restauration du fonctionnement des marchés financiers demeurent inégaux cependant. On s'attend à ce que les améliorations additionnelles qui sont essentielles à une reprise économique durable soient graduelles. Ces améliorations reposent sur la poursuite de l'assainissement des bilans des banques, en particulier aux États-Unis et en Europe.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées en 2009 et 2010 demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le *Rapport* d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement. La Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,7 % en 2009, puis qu'elle progressera de 2,3 % en 2010 et de 3,9 % en 2011 (**Tableau 1**)¹.

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le Rapport d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	21	1,1 (1,1)	-2,4 (-2,4)	1,4 (1,2)	3,4 (2,9)
Zone euro	16	0,6 (0,7)	-4,4 (-3,5)	0,7 (-0,2)	2,4 (1,6)
Japon	7	-0,7 (-0,7)	-6,0 (-6,2)	1,9 (0,1)	2,8 (2,5)
Chine	11	9,1 (9,1)	7,8 (6,7)	8,3 (7,7)	9,6 (8,9)
Autres pays	45	3,9 (4,2)	-2,1 (-0,1)	1,9 (2,5)	3,5 (3,8)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,2)	-1,7 (-0,8)	2,3 (2,2)	3,9 (3,7)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009

b. La ventilation par pays diffère de celle présentée dans la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections du *Rapport* d'avril 2009 selon la nouvelle ventilation.

Source : Banque du Canada

Cette reprise graduelle de l'économie mondiale est favorisée par plusieurs facteurs déterminants. Premièrement, le soutien important apporté au secteur financier ainsi que la réduction de l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques devraient contribuer au rétablissement de conditions encore plus normales sur les marchés financiers, ce qui fera baisser les coûts d'emprunt et augmenter l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Deuxièmement, les mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire déjà en place devraient aider à rétablir la confiance des consommateurs

¹ La Banque du Canada se sert d'un nouveau modèle de prévision pour l'économie mondiale. Comme la ventilation par région et par pays est légèrement différente de celle qui a été utilisée dans les projections antérieures, l'information dans le Tableau 1 n'est pas présentée de la même façon que dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Des renseignements sur le nouveau modèle seront fournis dans un rapport technique de la Banque du Canada à paraître.

et des entreprises et revigorer la demande intérieure. Troisièmement, une fois les corrections opérées dans le secteur du logement de plusieurs économies, l'effet modérateur considérable sur la croissance se dissipera. Quatrièmement, l'achèvement du cycle des stocks, surtout dans les secteurs de l'automobile et des technologies de l'information, ainsi que le rétablissement des échanges transfrontaliers devraient soutenir la reprise mondiale. Toutefois, les ajustements structurels — plus particulièrement dans le secteur de l'automobile — devraient s'effectuer lentement, et la hausse du chômage ainsi que les effets de richesse négatifs freineront la consommation et les investissements. Le caractère prolongé de la reprise aura aussi pour effet d'accroître les capacités de production excédentaires au sein de l'économie mondiale et, ainsi, de contenir la montée des salaires et des prix.

Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

Aux États-Unis, comme le rythme d'expansion de l'économie devrait demeurer inférieur à celui de la production potentielle en 2009 et en 2010, la hausse du chômage devrait persister. On s'attend à ce que la politique budgétaire stimule fortement l'économie en favorisant un redressement graduel de la demande intérieure finale. La production de véhicules automobiles et les mises en chantier devraient aussi augmenter une fois l'ajustement des stocks terminé, puisque les niveaux actuels ne suffisent pas à couvrir les taux de renouvellement prévus. Cette évolution devrait pousser à la hausse la demande d'exportations canadiennes. La reprise sera toutefois graduelle, car le revenu disponible plus faible et la nécessité d'accroître l'épargne afin de restructurer les bilans des ménages continueront à exercer des pressions à la baisse sur la consommation tout au long de 2009 et de 2010. Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

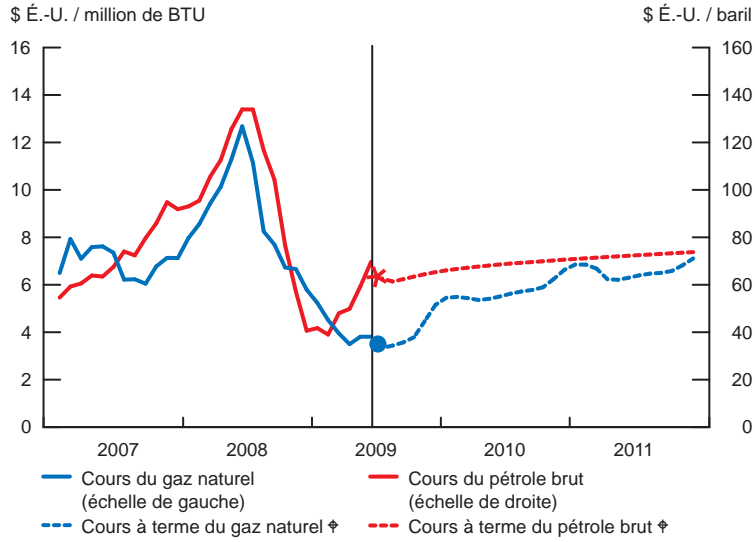
Le moment où se produira la reprise dans les autres économies industrialisées et le rythme de celle-ci dépendent des mesures de politique prises dans le passé et actuellement ainsi que de l'état de leurs systèmes bancaires. En Europe, la reprise sera vraisemblablement plus lente qu'aux États-Unis, ce qui tient aux interventions moins énergiques auxquelles ont procédé jusqu'à maintenant les décideurs publics européens et aux difficultés persistantes au sein des systèmes bancaires. L'Europe devrait néanmoins profiter du raffermissement de la croissance mondiale, lequel stimulera l'activité économique par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Au Japon, le processus d'ajustement des stocks a été étonnamment rapide, ce qui donne à penser que le cycle des stocks freinera moins la production à court terme. Les mesures de relance budgétaire annoncées récemment et le soutien continu apporté par la politique monétaire devraient dynamiser la demande intérieure et aider ainsi à compenser l'atonie de la conjoncture extérieure.

On s'attend à ce que la croissance économique s'accélère en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations.

On s'attend à ce que la croissance économique s'accélère en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations. Dans d'autres pays à marché émergent, la conjoncture économique a été très morose au premier semestre de 2009, mais elle devrait se redresser progressivement en 2009 et 2010, ce qui contribuera à raffermir la demande mondiale et à soutenir davantage les prix des produits de base à moyen terme (**Graphique 6**).

Graphique 6 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (17 juillet 2009)
 • Cours au comptant du gaz naturel (17 juillet 2009)
 † Prix moyen des contrats à terme sur les deux semaines se terminant le 17 juillet 2009
 Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, la Banque prévoyait que la récession au Canada s'accroîtrait encore et qu'une reprise modérée s'amorcerait au quatrième trimestre de 2009. Parmi les facteurs qui soutiendraient cette reprise, la Banque citait les mesures de relance monétaire et budgétaire, l'amélioration des conditions financières internationales, le raffermissement de la confiance, le début de la reprise économique à l'échelle mondiale et le redressement des termes de l'échange. L'évolution récente cadre en gros avec ce scénario. Toutefois, l'économie étant soutenue par l'amélioration des conditions financières et le niveau plus élevé que prévu de la confiance des entreprises et des consommateurs, le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre. Ce redressement plus tôt qu'escompté de l'expansion du PIB tient en partie à un devancement des dépenses des ménages par rapport aux prévisions précédentes de la Banque, ce qui modifie quelque peu le profil de croissance au cours de la période de projection. Ces considérations d'ordre temporel mises à part, les perspectives de l'économie canadienne sont globalement conformes à celles exposées en avril.

Le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

La récession au Canada s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, parallèlement au brusque ralentissement de l'économie mondiale. Le PIB réel a fléchi de 5,4 % (en rythme annuel), soit la plus importante réduction trimestrielle depuis 1991, et le revenu intérieur brut réel a continué de se comprimer fortement, par suite d'une nouvelle détérioration des termes de l'échange (**Graphique 7**). La baisse du PIB réel au premier trimestre s'est révélée inférieure à ce qu'on envisageait dans le *Rapport* d'avril, les dépenses des ménages ayant régressé moins qu'attendu et les importations ayant diminué davantage que prévu.

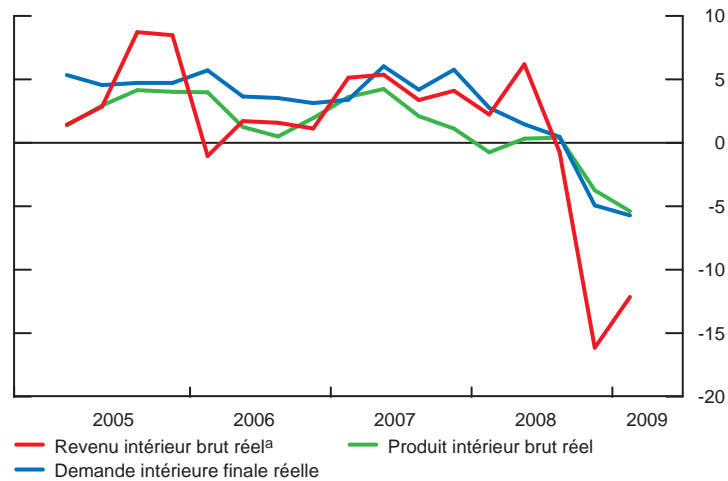
Exception faite des dépenses publiques, toutes les principales composantes de la demande globale se sont repliées au premier trimestre. Le recul des exportations s'est accentué, du fait de la dégringolade de la demande aux États-Unis et du bas niveau des prix des matières premières. Si les exportations ont affiché une atonie relativement généralisée, celles de produits automobiles ont été particulièrement touchées, s'enfonçant d'environ 80 % (en rythme annuel) en raison des ventes anémiques de véhicules automobiles aux États-Unis et de la restructuration majeure en cours dans l'industrie nord-américaine de l'automobile. La demande intérieure finale s'est également inscrite en forte baisse pour un deuxième trimestre d'affilée, car les ménages

et les entreprises ont restreint leurs dépenses face au recul du revenu intérieur et au degré élevé d'incertitude. Bien que les stocks aient fléchi dans l'ensemble des secteurs au premier trimestre, la chute des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes (**Graphique 8**), surtout dans les secteurs de la fabrication et du commerce de gros.

L'économie canadienne a continué de se contracter au deuxième trimestre de 2009, mais le rythme semble s'être modéré. Les dépenses de consommation se sont probablement redressées, grâce au regain de confiance, à la remontée des cours boursiers, à la résilience de la croissance des salaires et au raffermissement des termes de l'échange. L'expansion de la

Graphique 7 : Le revenu intérieur brut réel s'est comprimé fortement

Taux de croissance trimestriel annualisé

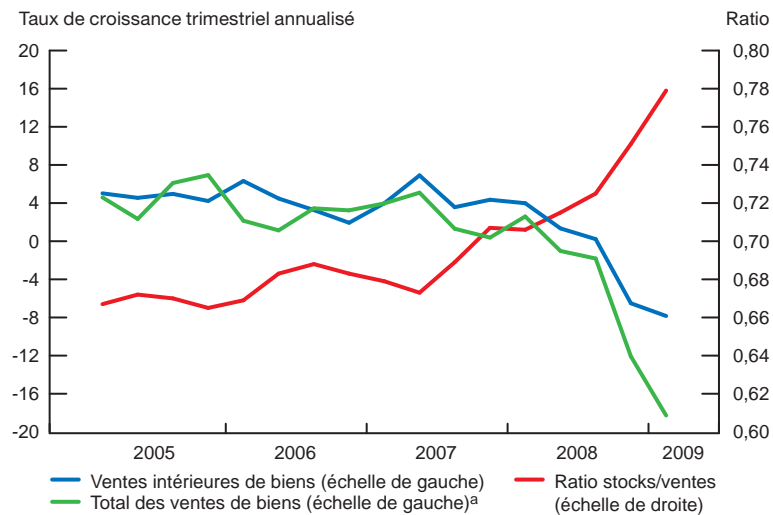


a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 8 : La faiblesse des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes

Taux de croissance trimestriel annualisé



a. Le total des ventes de biens correspond à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

consommation devrait néanmoins être restée bien en deçà de son niveau tendanciel au deuxième trimestre, à cause notamment de l'érosion passée de la richesse des ménages et de la hausse du chômage. Le secteur du logement semble se rétablir, comme le donne à penser la vive reprise sur le marché de la revente, sous l'effet de l'amélioration de la confiance des consommateurs et de l'accessibilité à la propriété (**Graphique 9**).

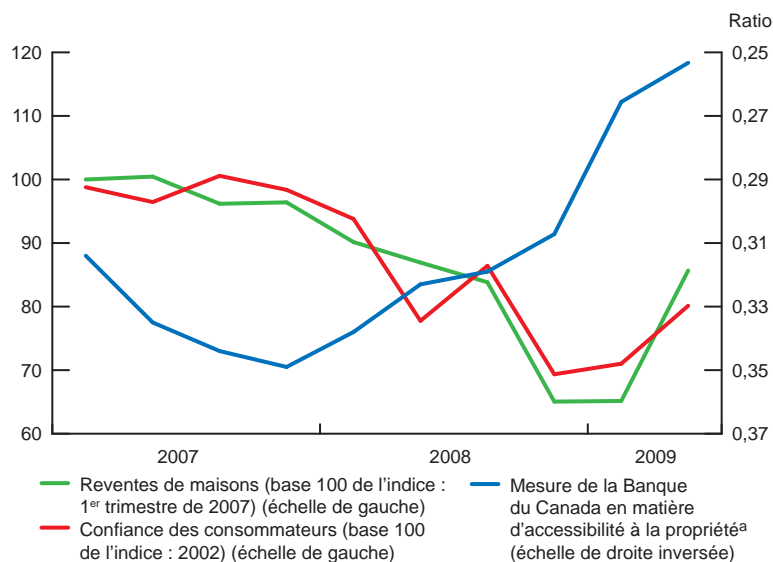
La demande étrangère de biens et de services canadiens est toutefois demeurée très faible au deuxième trimestre. Quoique le repli des exportations paraisse avoir ralenti, la conjoncture reste difficile pour les exportateurs canadiens, étant donné l'atonie de la demande aux États-Unis, la récente appréciation du dollar canadien et la restructuration engagée dans les secteurs de l'automobile et des produits forestiers. Les investissements des entreprises semblent avoir encore diminué eux aussi, en raison de l'incertitude quant au moment et à la vigueur de la reprise mondiale et de la détérioration des flux de trésorerie. En outre, les entreprises subissent des pressions persistantes pour réduire davantage leurs stocks compte tenu des ratios stocks/ventes exceptionnellement élevés.

Dans le *Rapport* d'avril, la Banque a revu à la baisse son estimation de la production potentielle pour la période 2009-2011, à la lumière des importants changements structurels en cours au sein de l'économie canadienne et du recul prononcé des investissements. En conséquence, on s'attend maintenant à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011².

On s'attend à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

Graphique 9 : L'amélioration de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs contribue à la reprise dans le secteur du logement

Données trimestrielles



a. La valeur pour le deuxième trimestre de 2009 est une estimation. Cette mesure correspond au ratio des paiements hypothécaires sur un achat de maison type au revenu disponible moyen et exclut les impôts fonciers, les frais d'assurance et les coûts des services publics. Une diminution du ratio indique une amélioration de l'accessibilité à la propriété. Pour de plus amples renseignements sur cette mesure, voir <http://credit.banqueducanada.ca>.

Sources : Service inter-agences, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada

2 Dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait projeté un taux de croissance de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011. Elle présentera un examen approfondi de ses estimations de la croissance de la production potentielle dans le *Rapport* d'octobre 2009.

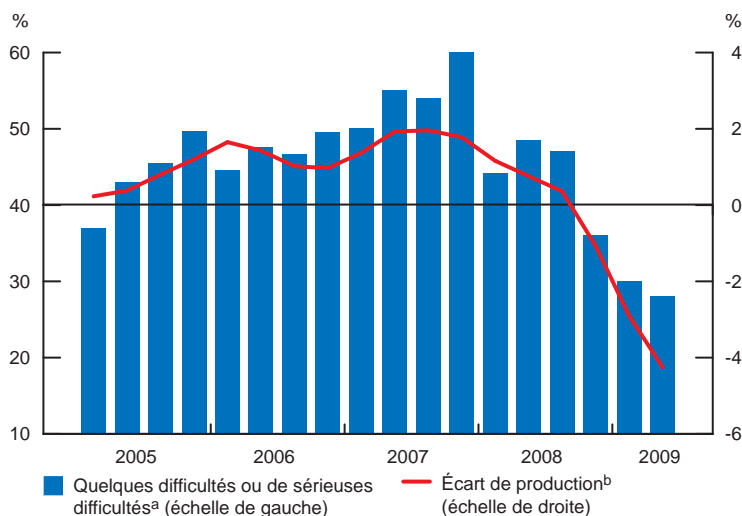
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La récession s'accroissant, l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est sensiblement accrue. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production a atteint -4,3 % au deuxième trimestre de 2009 (**Graphique 10**). Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à augmenter à proximité des points de retournement³. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/ete/bos0709f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée à un niveau exceptionnellement bas. La plupart des indicateurs du marché du travail reflètent la faiblesse des marchés des produits. L'économie a continué de supprimer des emplois (quoique à un rythme plus lent), le nombre moyen d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage n'a jamais été aussi élevé en onze ans (**Graphique 11**). Le pourcentage des entreprises qui ont fait état de pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque réalisée cet été n'a que légèrement augmenté, après avoir touché son niveau le plus bas en dix ans au printemps dernier.

La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en considération la faiblesse de la production potentielle liée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que celle-ci fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

Graphique 10 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est sensiblement accrue



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

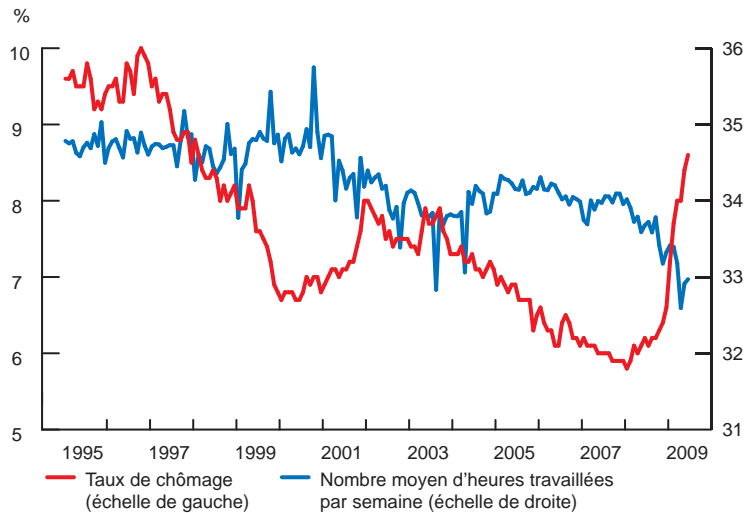
b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2009 se fonde sur une diminution prévue de la production de 3,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

³ Pour une analyse des problèmes susceptibles de se poser dans l'estimation de l'écart de production à la fin d'un échantillon, voir J.-P. Cayen et S. van Norden (2005), « The Reliability of Canadian Output-Gap Estimates », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 16, n° 3, p. 373-393.

Graphique 11 : Le nombre d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage a augmenté

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

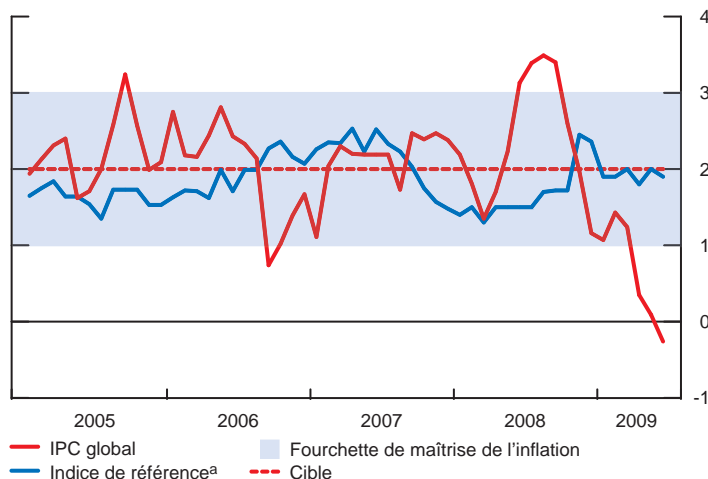
L'inflation et la cible de 2 %

Comme on le prévoyait, l'inflation mesurée par l'IPC global a diminué de façon marquée au deuxième trimestre. Le taux de variation sur douze mois de l'indice est passé de 1,2 % en mars à -0,3 % en juin (**Graphique 12**), sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des prix de l'énergie. Ce recul de l'IPC global est cependant inférieur à ce qu'on anticipait dans la livraison d'avril du *Rapport*, du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence, à 1,9 %, n'a à peu près pas varié. Cette rigidité de l'inflation fondamentale, malgré l'élargissement de l'écart de production, est associée à la résilience

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin, tandis que celle mesurée par l'indice de référence, à 1,9 %, n'a à peu près pas varié.

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC global a diminué, tandis que celle mesurée par l'indice de référence est demeurée stable

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



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

Source : Statistique Canada

de la croissance des salaires par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Elle pourrait aussi indiquer une inertie de l'inflation face à l'offre excédentaire. On s'attend néanmoins à ce que la marge substantielle de capacités inutilisées au sein de l'économie fasse baisser le taux d'accroissement de l'indice de référence au cours des prochains trimestres.

Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme ont quelque peu augmenté comparativement aux très bas niveaux enregistrés ces derniers mois, sous l'influence des hausses des prix des matières premières et de l'amélioration de l'humeur des marchés et de la confiance des consommateurs. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, la croissance de l'IPC global pour 2009 sera de 0,4 %. Les taux prévus en 2010 et à plus long terme continuent d'avoisiner la cible d'inflation de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises révèlent également que les attentes d'inflation se concentrent de plus en plus à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par l'institution.

Les conditions du crédit au Canada

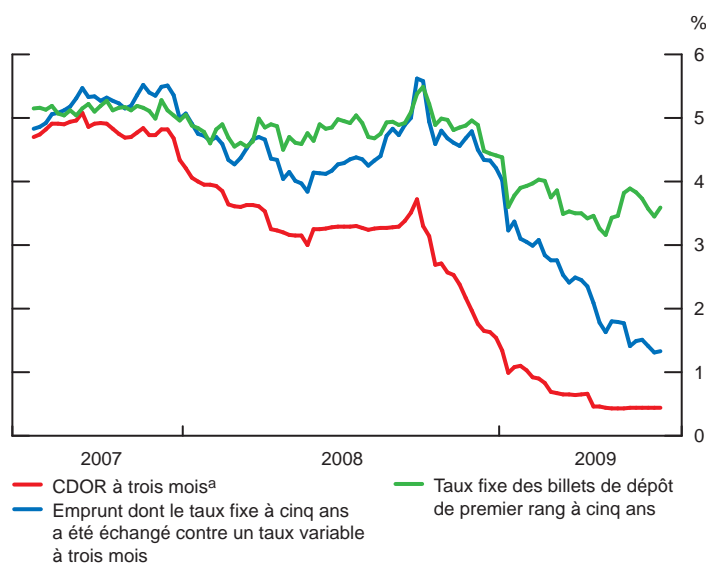
Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis avril et demeurent plus favorables que dans les autres économies avancées.

Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril, faisant écho à l'évolution récente observée à l'échelle mondiale. Les cours boursiers ont rebondi, les écarts sur les obligations de sociétés canadiennes ont nettement diminué et la cadence d'émission des obligations de sociétés s'est accélérée. Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées, ce qui est d'ailleurs le cas depuis les débuts de la crise financière.

Les coûts de financement des banques canadiennes restent bas (**Graphique 13**). Les coûts d'emprunt des ménages sont également peu élevés, bien qu'ils se soient quelque peu accrus dernièrement par suite de la majoration des taux hypothécaires fixes à plus long terme (**Tableau 2**). Pour leur part, les coûts d'emprunt des entreprises canadiennes ont poursuivi leur

Graphique 13 : Les coûts de financement des banques canadiennes restent bas...

Données hebdomadaires



a. Le CDOR (*Canadian Dealer Offered Rate*) est un taux établi quotidiennement sur la base du taux des acceptations bancaires canadiennes.

Sources : Bloomberg, banques commerciales canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

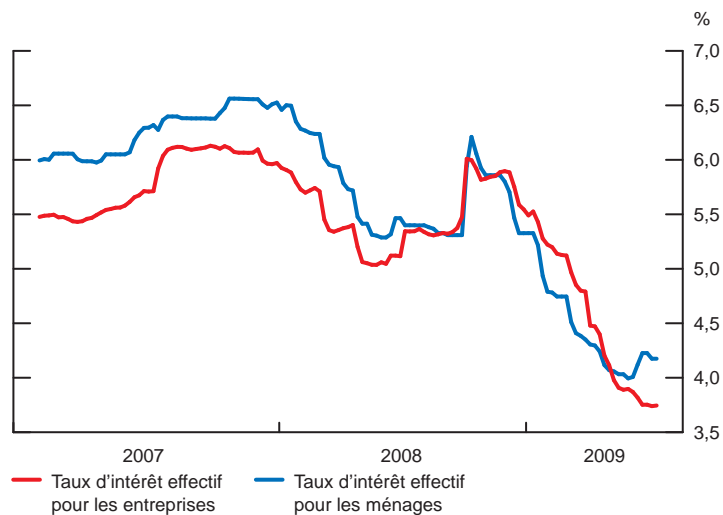
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 déc. 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 déc. 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janv. 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
17 juill. 2009	0,25	2,25	2,75	5,85	0,44	4,54

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 14 : ... tout comme les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

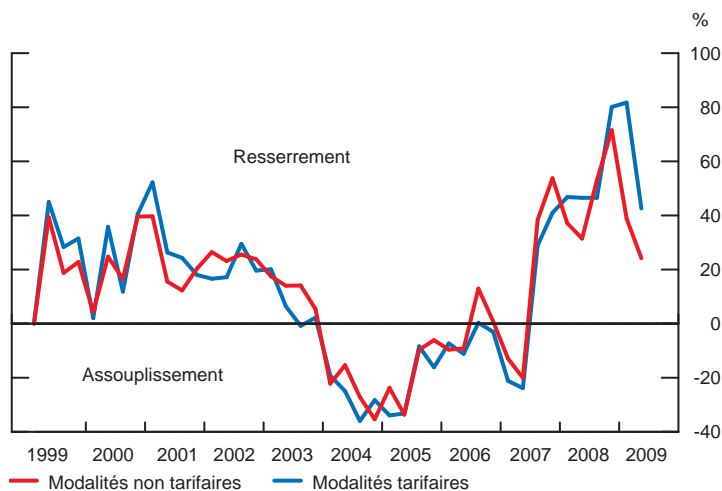
Source : Calculs de la Banque du Canada

Le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

repli ces derniers mois (**Graphique 14**), les firmes tirant parti de la récente chute des écarts⁴. Le taux d'intérêt moyen effectif sur les emprunts des entreprises a diminué de quelque 65 points de base depuis la publication du *Rapport* d'avril, malgré les rendements légèrement supérieurs sur les obligations d'État. Toutefois, les participants à la plus récente édition de l'enquête auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos1307T2.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé que le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises s'étaient encore détériorés au deuxième trimestre (**Graphique 15**)⁵. Néanmoins, le resserrement était moins généralisé et se concentrait davantage dans certains secteurs qu'aux trimestres précédents. Dans l'ensemble, le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

Graphique 15 : Les institutions financières ont resserré encore les conditions du crédit aux entreprises

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit^a



a. Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Nota : Chaque série représente la moyenne simple des soldes des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

Source : Banque du Canada

L'amélioration des conditions financières au Canada transparait notamment dans l'accroissement appréciable de l'indice des conditions financières (ICF) de la Banque depuis avril. En effet, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de sa moyenne sur dix ans. Cet indice reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur, qui contrebalance les écarts inhabituellement

⁴ Le taux d'intérêt effectif pour les ménages est une moyenne pondérée de divers taux d'intérêt de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit hypothécaire à l'habitation et le crédit à la consommation, ajustées en fonction de renseignements complémentaires fournis par les institutions financières. Quant au taux d'intérêt effectif pour les entreprises, il s'agit d'un taux d'emprunt moyen pondéré applicable aux nouveaux prêts accordés aux entreprises non financières. Il est estimé à partir de taux d'intérêt bancaires et de taux d'intérêt des marchés. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit aux entreprises.

⁵ La contradiction apparente entre la baisse estimative des taux d'emprunt effectifs pour les entreprises et le nouveau resserrement des conditions de prêt dont font état les enquêtes s'explique vraisemblablement par des différences dans la nature des données recueillies et le moment où les répondants sont sondés. Par exemple, l'enquête auprès des responsables du crédit porte sur le financement obtenu par les entreprises uniquement auprès d'institutions financières, tandis que les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises pourraient être influencés par le fait que les répondants ne font pas souvent de demandes de financement.

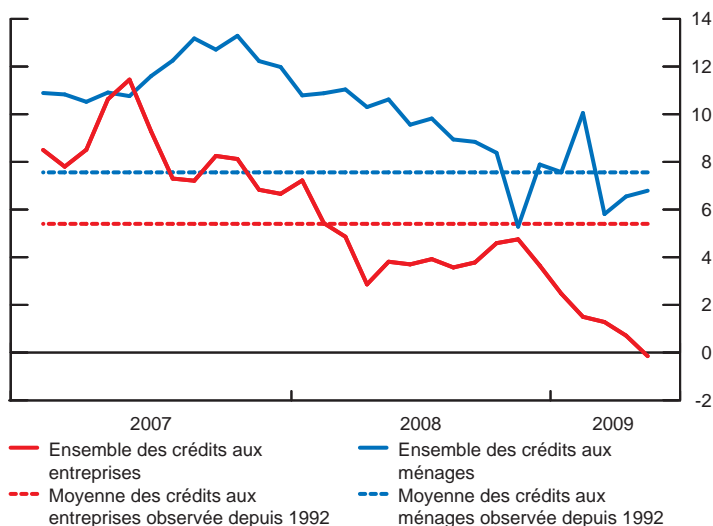
élevés sur les obligations de sociétés et le durcissement des normes d'octroi des prêts (**Note technique 1**).

Le crédit aux ménages continue de progresser à une cadence proche de sa moyenne depuis 1992 et s'est redressé ces derniers mois (**Graphique 16**). Cette vigueur semble tenir à la demande accrue de crédit hypothécaire, elle-même liée à la reprise récente sur le marché de la revente de maisons. Le crédit aux entreprises, par contre, a été beaucoup plus faible; sa croissance globale nulle au cours de la période de trois mois qui se terminait en mai s'explique par les sombres perspectives en matière d'investissements des entreprises, la réduction des stocks et les conditions du crédit tendues. On a observé un certain déplacement vers des sources de financement sur les marchés parallèlement à la récente stabilisation des marchés financiers.

Les agrégats monétaires ont poursuivi leur forte expansion, malgré le recul de la croissance du PIB nominal. Dans la période de trois mois s'étant achevée en mai, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 14,4 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 7,6 %. Il est difficile de voir quelles sont les implications de cette expansion monétaire pour l'activité économique, puisque la demande de monnaie risque d'être anormalement élevée et plus volatile dans un contexte de très bas taux d'intérêt et de conditions du crédit tendues. Il est toutefois encourageant que l'offre de monnaie ait augmenté pour répondre à la demande accrue. La tendance aux modifications de portefeuilles en faveur d'actifs plus liquides devrait commencer à s'inverser, compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques et de la normalisation des conditions du crédit.

Graphique 16 : La croissance du crédit aux ménages demeure saine, mais le crédit aux entreprises est faible

Taux de variation trimestriel annualisé



Source : Banque du Canada

Le taux de change

Le dollar canadien s'est raffermi depuis la publication du *Rapport* d'avril; il s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette d'environ 81 à 92 cents É.-U. et s'est établi, en moyenne, aux alentours de 87 cents É.-U. (**Graphique 17**). L'appréciation du dollar canadien tient à deux grands facteurs : 1) le renchérissement des produits de base, qui a entraîné des appréciations similaires à d'autres monnaies liées aux prix des matières premières depuis avril,

Le dollar canadien s'est raffermi depuis avril, s'établissant, en moyenne, aux alentours de 87 cents É.-U.

La politique monétaire fait contrepoids au frein qu'exercent les conditions du crédit

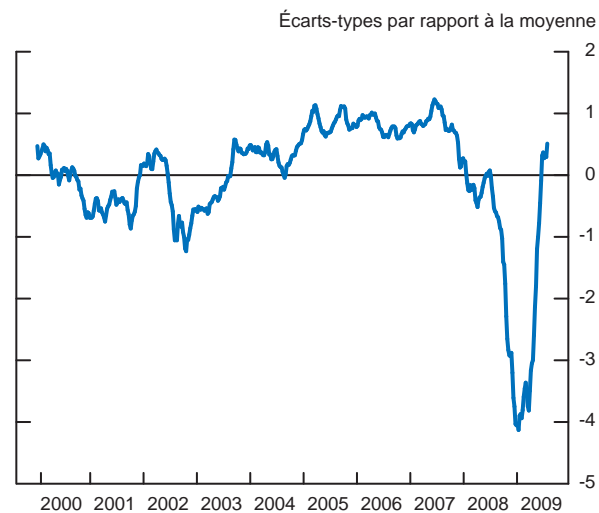
Pour évaluer l'orientation des conditions financières au Canada, la Banque suit plusieurs indicateurs. L'un d'eux, l'indice des conditions financières (ICF), mesure l'incidence nette des conditions financières sur l'activité économique. Cet indice est une moyenne pondérée de sept variables financières, à savoir : le prix des actions, celui des logements, les taux d'intérêt sans risque à court et à long terme, la prime payée par les émetteurs privés par rapport au taux des obligations sans risque, une mesure — obtenue par enquête — des conditions générales du crédit aux entreprises ainsi que le taux de change du dollar canadien¹. Les coefficients de pondération appliqués à chaque variable sont déterminés à l'aide d'une analyse de régression et sont fonction de l'incidence relative de chacune sur l'activité économique.

Le niveau de l'ICF donne une indication du degré de tension financière par rapport à la moyenne des dix années précédentes : les valeurs supérieures à zéro dénotent des conditions financières meilleures que la moyenne, et les valeurs inférieures à zéro, des conditions plus tendues que la moyenne². Vu les difficultés inhérentes à l'évaluation de l'effet des mouvements des variables financières sur l'activité économique réelle et la brièveté de la période couverte par certaines données, l'indice doit être interprété avec prudence.

Selon l'ICF, les conditions financières globales au Canada se sont améliorées depuis la parution du *Rapport d'avril (Graphique A)*. Le risque perçu par les investisseurs à l'égard des actions et des obligations a diminué, ces derniers étant maintenant davantage convaincus que les mesures adoptées par les autorités partout dans le monde ont atténué l'ampleur de la baisse de l'activité économique. Conséquence de l'amélioration des conditions financières, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de son niveau moyen des dix dernières années. Il est à noter cependant que les primes par rapport aux taux sans risque demeurent nettement supérieures à la moyenne calculée sur dix ans, ce qui représente un frein considérable à la croissance économique.

L'influence de cette composante sur le niveau de l'ICF est contrebalancée en revanche par l'effet stimulant sur l'activité des réductions énergiques du taux directeur et de l'engagement conditionnel pris par la Banque de maintenir ce taux à sa valeur plancher jusqu'à la fin du second trimestre de 2010.

Graphique A : Indice des conditions financières (ICF)
Données hebdomadaires



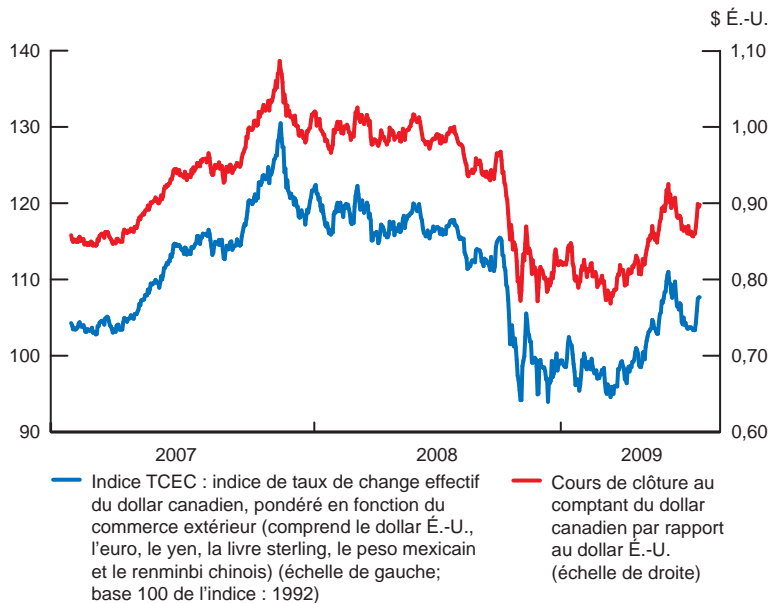
Source : Calculs de la Banque du Canada

¹ Pour de plus amples renseignements sur l'ICF, consulter le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

² Le niveau de l'ICF est normalisé par son écart-type, calculé sur la période allant de 1999 à aujourd'hui.

Graphique 17 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport d'avril*

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

et 2) l'affaiblissement généralisé du dollar américain en regard de toutes les grandes monnaies au deuxième trimestre de 2009.

Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire se sont considérablement assouplies depuis le début du ralentissement économique. En avril 2009, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour à 25 points de base — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et s'est engagée, sous réserve des perspectives de l'inflation, à maintenir le taux directeur à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010. La Banque a également exposé les principes qui la guideraient si une détente monétaire additionnelle s'avérait nécessaire alors que le taux directeur se situe à sa valeur plancher. Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a laissé inchangé le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire se sont considérablement assouplies depuis le début du ralentissement économique.

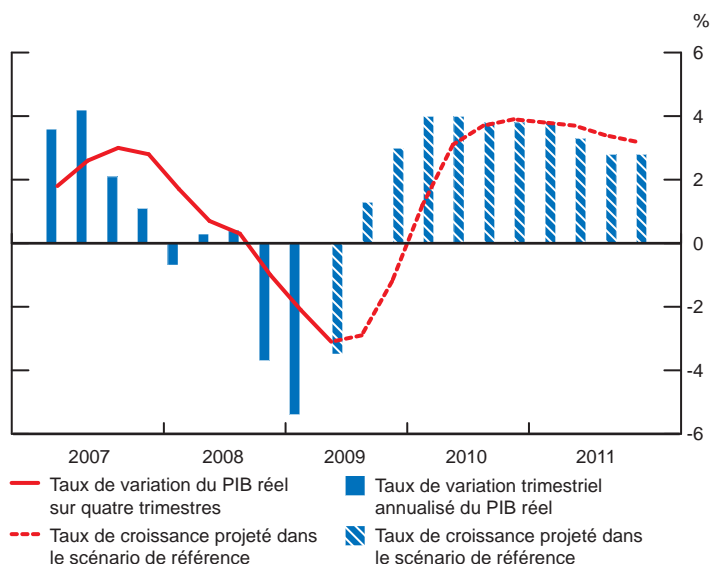
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 87 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la persistance de conditions de crédit tendues à l'échelle du globe jusqu'au début de 2010, puis leur relâchement graduel.

L'offre et la demande globales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit à présent que l'économie canadienne recommencera à croître au troisième trimestre de 2009, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'entrevoit dans le *Rapport* d'avril (**Graphique 18**). Cette prévision à court terme un peu plus favorable tient au repli plus modeste des dépenses des ménages et des entreprises, grâce à l'atténuation des effets négatifs s'exerçant sur la confiance, à l'amélioration des conditions sur les marchés financiers et à l'accroissement plus rapide qu'anticipé antérieurement des termes de l'échange. À moyen terme, les perspectives de croissance sont généralement conformes à celles présentées dans le *Rapport* d'avril (**Tableau 3**). Toutefois, l'expansion prévue est plus robuste jusqu'au milieu de 2010 puis plus faible pendant le reste de la période considérée.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

L'économie canadienne devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.

En moyenne annuelle, l'économie devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.

Malgré la révision à la hausse des prévisions des dépenses des ménages en 2009 et 2010, on s'attend à ce que ceux-ci demeurent prudents, compte tenu de l'atonie persistante des marchés du travail et de l'érosion de leur patrimoine imputable au fléchissement antérieur des prix des actions et des maisons. Par conséquent, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection, soit à un niveau égal ou supérieur à la moyenne enregistrée depuis le milieu des années 1990. Cet ajustement ramène la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal à sa moyenne à long terme. Cette part a été relativement stable au Canada, contrairement à la situation aux États-Unis, où elle a augmenté considérablement (**Graphique 19**). Le dynamisme insufflé par les politiques monétaire et budgétaires devrait contribuer à soutenir les dépenses des ménages au cours de la période projetée.

On prévoit une vive contraction des investissements fixes des entreprises en 2009, attribuable à la baisse substantielle des profits des sociétés observée actuellement, aux conditions du crédit tendues, au niveau élevé d'incertitude et aux capacités de production excédentaires. On s'attend aussi à ce que

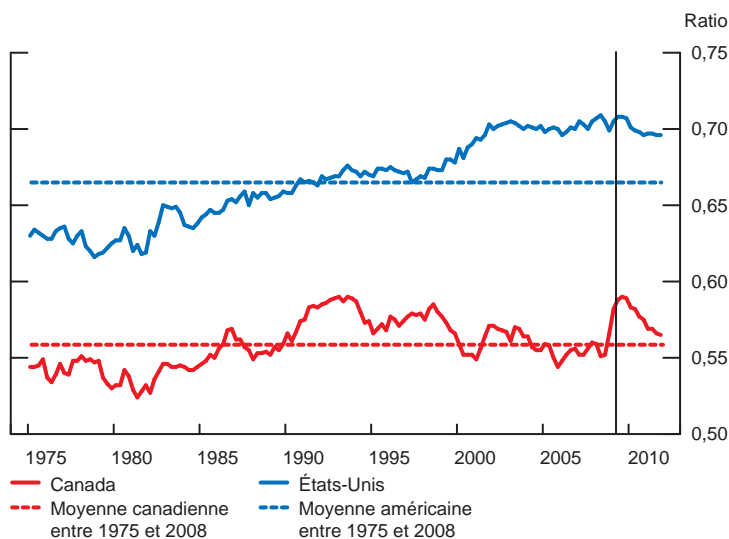
Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réelEn points de pourcentage^a

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,7 (1,6)	-0,2 (-0,8)	1,3 (1,0)	1,4 (2,0)
Logement	-0,2 (-0,2)	-0,6 (-1,1)	0,1 (0,2)	0,2 (0,7)
Administrations publiques	1,1 (0,8)	1,0 (1,1)	1,3 (1,3)	-0,4 (-0,4)
Investissements fixes des entreprises	0,0 (0,2)	-1,6 (-1,6)	0,1 (-0,3)	0,9 (1,1)
Total partiel : demande intérieure finale	2,6 (2,4)	-1,4 (-2,4)	2,8 (2,2)	2,1 (3,4)
Exportations	-1,6 (-1,6)	-5,3 (-4,6)	2,0 (1,6)	2,4 (2,4)
Importations	-0,3 (-0,2)	5,7 (5,5)	-2,8 (-2,0)	-2,3 (-3,0)
Total partiel : exportations nettes	-1,9 (-1,8)	0,4 (0,9)	-0,8 (-0,4)	0,1 (-0,6)
Stocks	-0,3 (-0,1)	-1,3 (-1,5)	1,0 (0,7)	1,3 (1,9)
PIB	0,4 (0,5)	-2,3 (-3,0)	3,0 (2,5)	3,5 (4,7)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,7 (2,0)	1,1 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-5,9 (-6,4)	3,9 (2,5)	4,4 (6,3)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 19 : On s'attend à ce que la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal au Canada revienne à sa moyenne à long terme

Ratio de la consommation nominale au PIB, données trimestrielles



Nota : Les valeurs projetées pour la période du deuxième trimestre de 2009 au quatrième trimestre de 2011 sont celles du scénario de référence.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

les entreprises réduisent leurs stocks, ce qui devrait freiner sensiblement la progression du PIB en 2009. L'amélioration de la situation financière et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises en 2010.

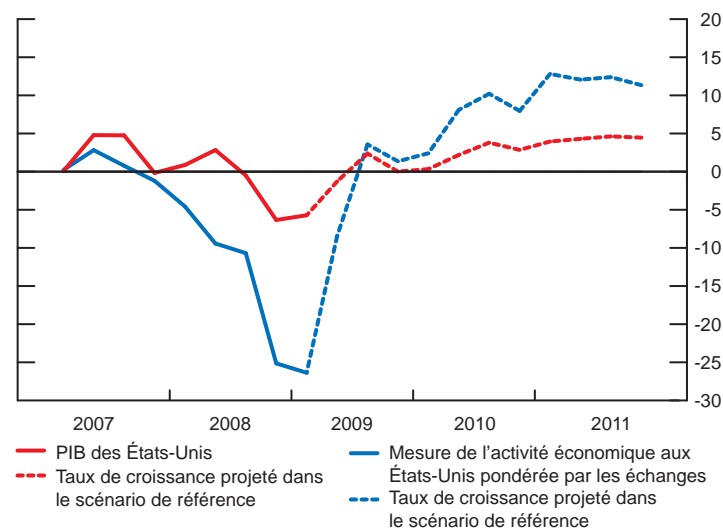
On entrevoit que le volume des exportations se redressera au cours de la période de projection sous l'effet du raffermissement de la demande extérieure — lié en partie à la reprise de la production de véhicules automobiles

en Amérique du Nord (à partir des très bas niveaux enregistrés en 2009) et à un regain de l'activité dans le secteur américain du logement — ainsi que de la hausse des prix des produits de base. Les exportateurs canadiens bénéficieront de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par un indice conçu à cet effet par la Banque (**Note technique 2**) étant supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période (**Graphique 20**). Le volume des importations devrait lui aussi remonter à compter du second semestre de 2009, dans la foulée de la reprise économique anticipée et de l'appréciation récente du dollar canadien.

L'activité économique commençant à se redresser, l'offre excédentaire se résorbera graduellement, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au milieu de 2011.

Graphique 20 : La composition de la demande américaine devrait favoriser davantage les exportations canadiennes

Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

La projection en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait reculer pour s'établir à un creux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2009, ce qui s'explique par l'offre excédentaire importante au sein de l'économie canadienne et par la décelération continue des prix des aliments (**Tableau 4**). Ce taux, supérieur à celui sur lequel on tablait dans le *Rapport* d'avril, tient en grande partie à un écart de production plus faible. Comme l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer encore au troisième trimestre de 2009 et toucher un creux de -0,7 %, avant de retourner à la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est représentée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 21** et **22** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

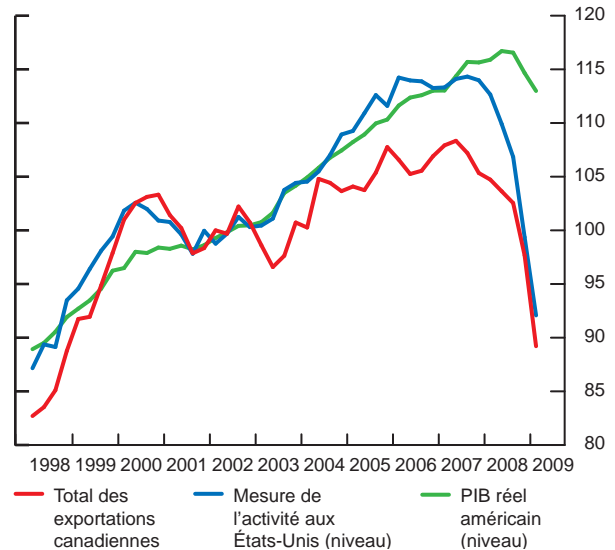
L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada

Comme les États-Unis constituent le premier marché pour les exportations canadiennes, le volume des exportations est largement tributaire de l'activité économique dans ce pays. Certains secteurs de l'activité revêtent toutefois beaucoup plus d'importance pour les exportations canadiennes que d'autres, et les mesures classiques de la demande globale américaine telles que le produit intérieur brut (PIB) réel ne permettent pas d'en rendre compte adéquatement. Le Canada exporte des produits finis qui alimentent des composantes précises de la demande finale aux États-Unis (p. ex., des véhicules automobiles) ainsi que des matières premières et des biens intermédiaires qui entrent dans la fabrication de biens aux États-Unis (p. ex., des pièces automobiles). Les diverses catégories d'exportations n'ont pas toutes le même poids dans le total des expéditions, et les marchés américains auxquels elles sont destinées présentent des variations cycliques, dont le moment et l'ampleur sont nettement différents de ceux de la demande globale aux États-Unis. Afin d'évaluer la manière dont l'ensemble du marché pour les exportations canadiennes évolue au cours du cycle économique, la Banque du Canada fait appel à un indice de l'activité aux États-Unis. Cet indice est composé de certaines variables de la demande et de la production, pondérées selon l'importance relative des catégories correspondantes du total des exportations canadiennes.

L'indice de l'activité aux États-Unis permet de prévoir le total des exportations canadiennes plus efficacement que les autres variables de l'activité globale quand on utilise un modèle économétrique qui tient compte des fluctuations du prix relatif des exportations. Comme l'indique le **Graphique A**, les exportations canadiennes sont davantage corrélées avec l'indice de l'activité aux États-Unis qu'avec le PIB réel américain¹, bien qu'on puisse s'attendre à des écarts lorsque le taux de change du dollar canadien affiche d'importants mouvements cumulatifs, comme ce fut le cas de 2003 à 2008.

Graphique A : Exportations réelles canadiennes et mesures du marché américain

Base 100 de l'indice : 2002



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Catégorie d'exportations	Variable de l'activité aux États-Unis (indice)	Poids (en %)
Produits forestiers	Construction résidentielle	3,8
Autres biens intermédiaires	Production industrielle	34,5
Pièces automobiles	Fabrication de véhicules automobiles	6,7
Véhicules automobiles	Ventes de véhicules automobiles	14,6
Machines et matériel	Investissements en machines et matériel	23,5
Biens de consommation	Dépenses des ménages en biens	4,0
Services	PIB des États-Unis	13,0

Nota : Toutes les variables sont mesurées en termes réels. Les données relatives à la construction résidentielle, aux investissements en machines et matériel, aux dépenses des ménages en biens et au PIB sont tirées des comptes nationaux américains, établis par le Bureau of Economic Analysis. Les chiffres de la production industrielle et de la fabrication de véhicules automobiles sont ceux des indices correspondants (indice d'ensemble de la production industrielle et véhicules automobiles) calculés par la Réserve fédérale. Le total des ventes de véhicules automobiles équivaut à la somme des ventes unitaires de voitures et de camions légers dont fait état le tableau 7.2.5S des comptes nationaux américains.

¹ Sur la période allant du deuxième trimestre de 1998 au premier trimestre de 2009, les coefficients de corrélation entre, d'une part, les variations du total des exportations réelles canadiennes et, d'autre part, celles de l'indice de l'activité aux États-Unis et du PIB réel américain se sont établis respectivement à 0,66 et 0,55.

pour la période allant du troisième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011⁶. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

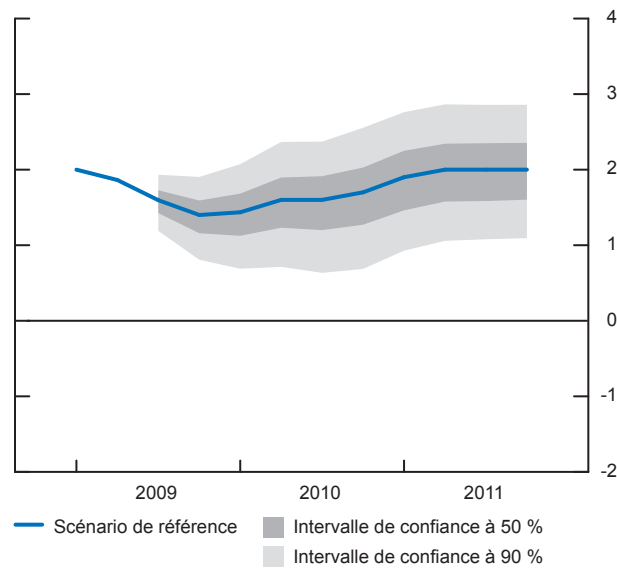
Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008	2009				2010				2011			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 (-3,4)	-5,4 (-7,3)	-3,5 (-3,5)	1,3 (-1,0)	3,0 (2,4)	4,0 (3,4)	4,0 (3,6)	3,8 (4,4)	3,8 (4,8)	3,8 (5,0)	3,3 (5,0)	2,8 (4,7)	2,8 (4,3)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 (-0,7)	-2,1 (-2,4)	-3,1 (-3,4)	-2,9 (-3,8)	-1,2 (-2,4)	1,2 (0,3)	3,1 (2,1)	3,7 (3,4)	3,9 (4,0)	3,8 (4,4)	3,7 (4,8)	3,4 (4,9)	3,2 (4,7)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,0 (1,9)	1,9 (1,6)	1,6 (1,3)	1,4 (0,9)	1,4 (1,0)	1,6 (1,1)	1,6 (1,3)	1,7 (1,5)	1,9 (1,7)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	0,1 (-0,1)	-0,7 (-0,8)	1,2 (1,0)	1,4 (1,6)	1,4 (1,6)	1,3 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI^b (niveau)	58 (58)	43 (43)	62 (51)	62 (57)	64 (60)	67 (62)	68 (64)	69 (66)	70 (67)	71 (68)	72 (69)	73 (70)	74 (71)

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 juillet 2009.

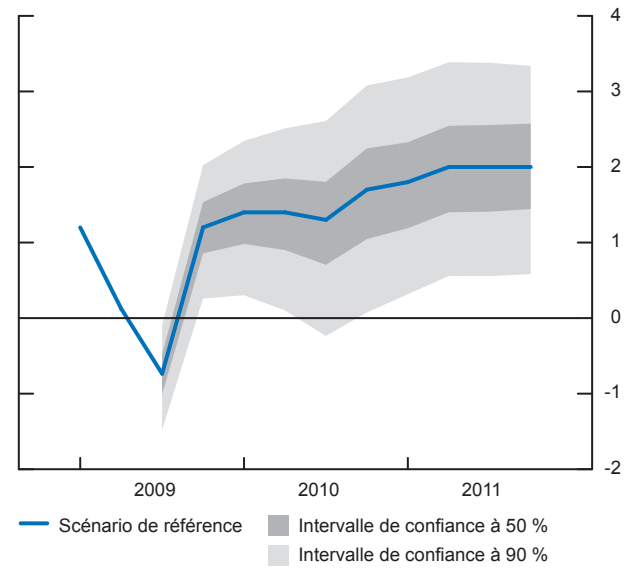
Graphique 21 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel



Graphique 22 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel



⁶ On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

Les risques entourant les perspectives

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale et que l'évolution récente offre des signes encourageants d'un redressement potentiel de l'activité au Canada et à l'échelle du globe, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Dans son dernier scénario de référence, la Banque table déjà sur une remontée un peu plus rapide de la demande intérieure qu'escompté dans la livraison d'avril du *Rapport*, mais le récent regain de confiance des consommateurs, combiné à l'amélioration de la situation financière, pourrait entraîner une baisse de l'épargne de précaution, une croissance plus vive et un retour de l'inflation plus rapide que prévu à la cible de 2 %. Un autre risque à la hausse a trait à la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers, provoqués notamment par des pertes inattendues subies par les institutions financières ou par une aggravation des préoccupations au sujet des déséquilibres du compte courant et des déséquilibres budgétaires. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.