



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

! CÉLÉBRONS 75 ANS
| CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010



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

! CÉLÉBRONS 75 ANS
! CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE ET JEAN BOVIN.

La détermination de la Banque à maintenir la stabilité des prix est inébranlable. La contribution la plus directe que la politique monétaire puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à donner aux Canadiens l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
24 mars 2010
Ottawa (Ontario)*

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

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

15 L'inflation et la cible de 2 %

17 Les conditions financières au Canada

19 Le taux de change

20 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

20 L'offre et la demande globales

22 La projection en matière d'inflation

26 Les mesures d'intervention

29 Les risques entourant les perspectives

Note technique

27 Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009

Vue d'ensemble

La croissance économique mondiale a été un peu plus forte que prévu, l'activité s'accroissant de façon notable dans les économies de marché émergentes. Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit relativement modeste au sein des grandes économies avancées, compte tenu de l'assainissement des bilans en cours et du retrait graduel des stimulants budgétaires qui débutera plus tard cette année.

Au Canada, la reprise économique se révèle un peu plus rapide que la Banque ne l'entrevoit en janvier et le profil de croissance montre une expansion plus prononcée dans sa phase initiale. La Banque estime maintenant que le rythme de progression de l'économie atteindra 3,7 % en 2010 avant de ralentir et de s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012.

Ce profil reflète la croissance plus forte à court terme à l'échelle mondiale, le fort dynamisme du marché de l'habitation au Canada et l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont donné lieu à un avancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un plus grand volume de dépenses que prévu. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien, la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront de freiner considérablement l'activité économique au Canada. La Banque s'attend à ce que l'économie retourne à son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011.

Les perspectives de l'inflation reflètent les influences conjuguées de la demande intérieure plus robuste, du ralentissement de la progression des salaires et de l'offre excédentaire au sein de l'économie. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui est légèrement supérieure aux prévisions de janvier, devrait reculer quelque peu au deuxième trimestre de 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera, et continuer à avoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables pèsent sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit actuellement. Il se pourrait que l'élan des dépenses des ménages et de l'investissement résidentiel dépasse les attentes actuelles. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait stimuler la demande d'exportations canadiennes et améliorer les termes de l'échange.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 avril 2010.

Deux principaux risques à la baisse entourent l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques, ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

Le 20 avril 2010, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

L'économie mondiale

L'évolution récente

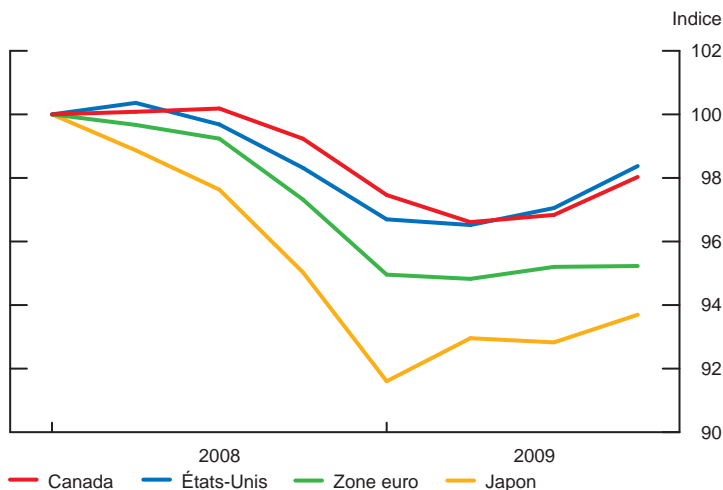
L'évolution de l'économie mondiale est largement conforme aux attentes, de nombreux pays à marché émergent enregistrant une croissance robuste, et la plupart des économies avancées, une reprise modérée (**Graphique 1**). Même si l'expansion a été un peu plus vigoureuse que prévu et que les conditions financières se sont généralement améliorées à l'échelle du globe, les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit modérée au sein des économies avancées, étant donné que la demande du secteur privé demeure faible dans la plupart d'entre elles et que les autorités commenceront à mettre un terme à leurs programmes de relance budgétaire plus tard cette année.

L'économie mondiale a été un peu plus vigoureuse que prévu et les conditions financières se sont généralement améliorées.

Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays.

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser...

PIB réel, base 100 de l'indice = 2008T1, données trimestrielles



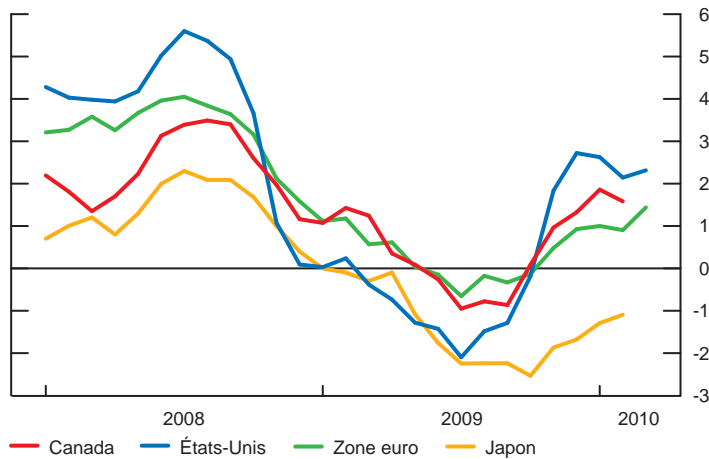
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Dernière observation : 2009T4

Compte tenu de l'existence d'écart de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont limitées dans les grandes économies avancées (**Graphique 2**). Les taux de chômage semblent se stabiliser et, dans certains cas, ont amorcé un recul. Toutefois, la lenteur de la reprise, conjuguée à la restructuration économique en profondeur dans beaucoup de secteurs, fait craindre que la crise ait des effets persistants sur la progression de la productivité et le chômage à long terme.

Graphique 2 : ... tandis que l'inflation demeure limitée

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics

des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Dernières observations : février et mars 2010

À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été plus vive qu'escompté.

À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été plus vive qu'escompté, grâce à la contribution plus importante des stocks et à un redressement supérieur aux prévisions des investissements en équipement et en logiciels. La consommation a augmenté de seulement 1,6 % et a reposé largement sur les transferts publics. De fait, n'eussent été les transferts nets de l'État, le revenu disponible des ménages aurait accusé une baisse ces deux dernières années. Les chiffres de l'emploi les plus récents aux États-Unis donnent à penser que la période de pertes d'emplois massives tire à sa fin, ce qui devrait soutenir les dépenses privées au cours des prochains trimestres. La croissance du PIB, qui devrait se situer à 2,9 % au premier trimestre, découle principalement de la progression de la consommation et de l'accroissement des stocks, alors que l'investissement dans la construction, résidentielle et commerciale, semble avoir baissé.

L'activité économique a fléchi dans la zone euro au quatrième trimestre en raison d'une brusque chute des stocks et de conditions climatiques défavorables. Même si la demande intérieure privée demeure anémique, les dépenses publiques et le redressement des exportations ont fourni un soutien considérable. La hausse de la production industrielle et des indices des directeurs des achats laisse entrevoir une croissance positive mais faible dans la région au premier trimestre.

Au Japon, l'accroissement de 3,8 % du PIB au quatrième trimestre est essentiellement attribuable aux exportations nettes. Le taux de chômage a atteint un sommet dans ce pays l'an dernier, puis s'est légèrement replié. Alors que les mesures d'incitation à l'achat prises par le gouvernement stimulent toujours la consommation de biens durables, les signes d'une relance modeste dans le secteur des services se multiplient.

L'économie chinoise a progressé à un taux supérieur aux pronostics au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure.

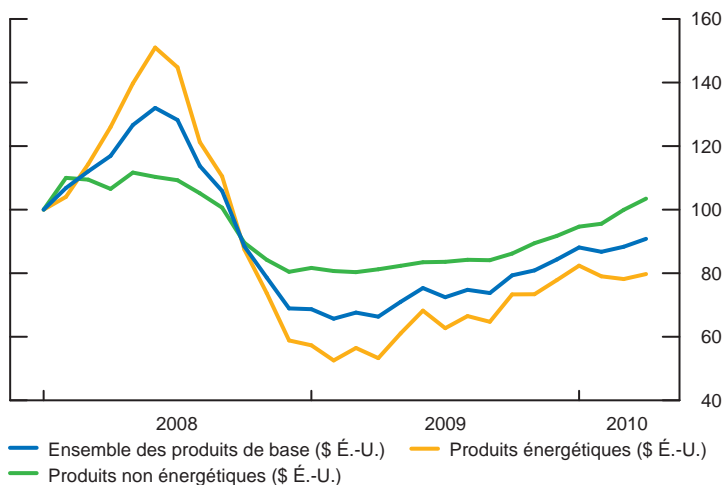
L'économie chinoise a progressé à un taux annualisé, supérieur aux pronostics, de 11,9 % au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure. La remontée des exportations a été plus forte qu'on ne s'y attendait, grâce surtout à la vigueur de la demande des pays de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est. Les prix des logements en Chine ont aussi vivement augmenté ces derniers mois, et l'inflation mesurée par l'IPC s'est inscrite en hausse, ce qui a fait craindre l'émergence de pressions inflationnistes sous-jacentes et incité les autorités

à majorer les taux des prêts hypothécaires, à exiger des mises de fonds plus importantes pour l'achat de logements et à relever le niveau des réserves obligatoires des banques.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a progressé quelque peu par rapport au niveau auquel il s'établissait en janvier dernier, un accroissement des prix du pétrole et des produits non énergétiques, provoqué par un raffermissement de la demande mondiale, ayant été contrebalancé en grande partie par une diminution marquée des cours du gaz naturel (**Graphique 3**). L'augmentation des prix des produits non énergétiques découle principalement d'un renchérissement des métaux communs et d'une hausse des prix du bois d'œuvre associée aux faibles niveaux des stocks. Le repli des prix du gaz naturel tient à des effets saisonniers (le début des températures plus douces) et à l'atonie continue de la demande industrielle aux États-Unis.

Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté avec la reprise

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (nouvelle base 100 de l'indice = janvier 2008), données mensuelles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : mars 2010

L'évolution des marchés financiers mondiaux

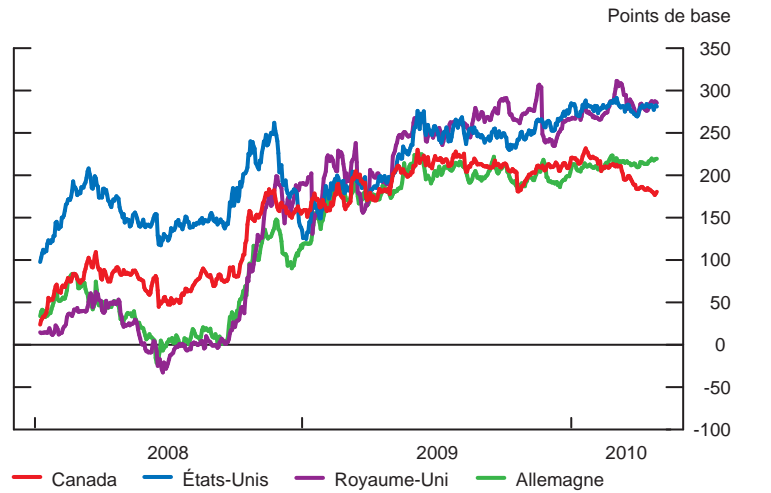
Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, les taux d'intérêt à long terme demeurant bas pour un large éventail d'émetteurs, et les écarts, étroits dans les marchés du financement bancaire. L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue et les marchés boursiers ont atteint de nouveaux sommets dans de nombreux pays, en réaction à des indicateurs économiques supérieurs aux prévisions et à la vigueur persistante des bénéfices des sociétés. Ce climat positif dans l'ensemble a toutefois été assombri par une intensification des préoccupations entourant la situation budgétaire de certains pays, particulièrement en Europe. L'attention accrue accordée au risque souverain et l'incertitude grandissante concernant la viabilité des finances publiques ont favorisé une hausse du rendement des obligations d'État beaucoup plus notable dans les pays touchés, mais n'ont pas donné lieu à une contagion plus généralisée entre les marchés.

Les marchés des obligations d'État reflètent également les conditions économiques divergentes entre divers pays (**Graphique 4**). Sous l'effet notamment de l'amélioration attendue des perspectives de croissance, le rendement des

Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, mais ce climat positif dans l'ensemble a été assombri par une attention accrue accordée au risque souverain.

Graphique 4 : Les marchés des obligations d'État reflètent des conditions économiques divergentes

Écarts de rendement entre les obligations d'État à 10 et à 2 ans



Source : Bloomberg

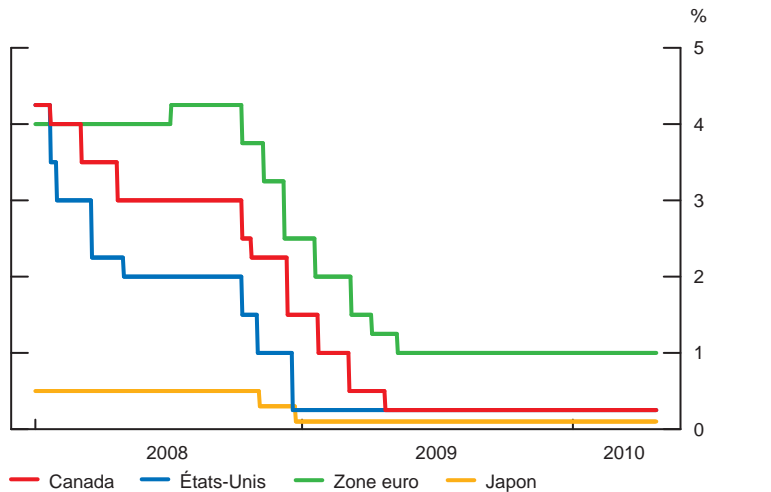
Dernière observation : 16 avril 2010

Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise.

obligations d'État a augmenté aux États-Unis et au Canada. Toutefois, l'augmentation dans notre pays a été beaucoup plus prononcée dans le cas des titres à court terme, ce qui a entraîné un aplatissement de la courbe de rendement. Même si les taux directeurs restent extrêmement bas (**Graphique 5**), les banques centrales de certains petits pays industrialisés et d'économies de marché émergentes ont déjà commencé à majorer leurs taux en réponse au raffermissement de l'activité économique. Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise, car le recours à ces mécanismes a diminué en général à la faveur de l'amélioration constante des conditions financières. Les marchés de la titrisation sont toutefois toujours entravés malgré un certain nombre d'initiatives mises en œuvre par les secteurs public et privé pour les ranimer. L'émission de

Graphique 5 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

Données quotidiennes



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

Dernière observation : 16 avril 2010

nouveaux produits titrisés devrait rester nettement inférieure aux niveaux observés avant la crise pendant quelque temps encore.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires demeurent contrastées dans les pays qui se trouvent au cœur de la crise. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, les banques commerciales ont en grande partie cessé de resserrer les normes d'octroi de crédit. Toutefois, le durcissement considérable qui s'est opéré au cours des deux dernières années n'est pas encore résorbé, et les petites entreprises en particulier sont toujours aux prises avec un accès limité au crédit. Les banques continuent de réduire leur levier financier et gèrent de manière énergique leur exposition au risque.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies depuis la parution du *Rapport* en janvier, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012 (**Tableau 1**). La révision à la hausse des projections pour 2010 reflète le renforcement de la croissance en Chine et dans les pays émergents d'Asie ainsi qu'une nouvelle poussée à court terme des dépenses de consommation aux États-Unis. Dans l'ensemble, toutefois, les perspectives n'ont guère varié : certaines économies de marché émergentes enregistrent une solide expansion et les économies avancées connaissent une reprise graduelle. La croissance au sein de nombreuses économies repose encore largement sur les mesures de détente budgétaire et monétaire. La demande intérieure privée devrait remonter en 2011, mais de façon modérée dans les économies avancées par rapport aux reprises précédentes. En 2012, cependant, la demande privée devrait être véritablement autosuffisante partout dans le monde.

Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012.

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2009	2010	2011	2012
États-Unis	21	-2,4 (-2,5)	3,1 (2,5)	3,5 (3,9)	3,5
Zone euro	16	-4,1 (-3,9)	1,2 (1,2)	1,6 (2,1)	2,5
Japon	6	-5,2 (-5,3)	2,1 (1,9)	1,7 (2,0)	2,6
Chine	11	8,7 (8,3)	10,2 (9,3)	9,3 (9,2)	8,7
Autres pays	46	-1,4 (-2,0)	4,5 (4,0)	4,1 (4,0)	3,9
Ensemble du monde	100	-1,1 (-1,5)	4,2 (3,7)	4,0 (4,1)	4,1

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 2008.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

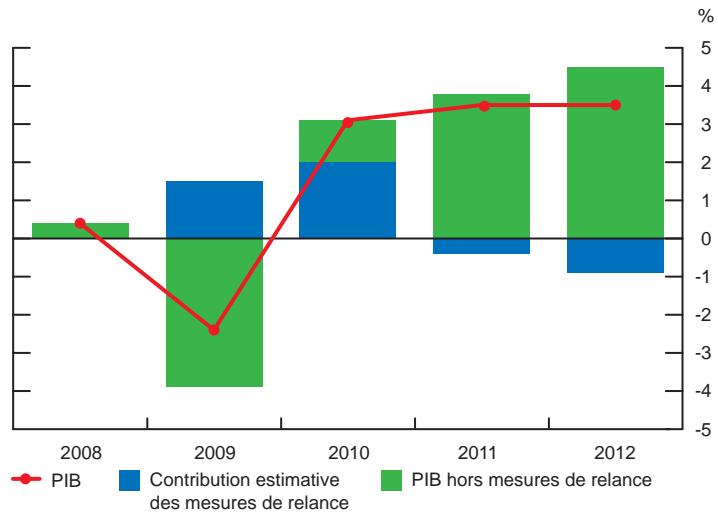
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

La progression du PIB américain, en moyenne annuelle, devrait être légèrement plus élevée en 2010 qu'on ne l'entrevoit dans la livraison de janvier du *Rapport*, ce qui s'explique en grande partie par une expansion plus vigoureuse que prévu au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. Les mesures de relance budgétaire demeureront un important moteur de la croissance cette année (**Graphique 6**), alors que la consommation devrait être relativement contenue et fortement dépendante des concours de

Graphique 6 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Nota : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets sur le PIB des interventions face à la crise et comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance sur d'autres composantes de la demande globale.

Source : Banque du Canada

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne.

l'État. Le faible niveau de la demande de consommation en 2010 se reflète dans les perspectives de la Banque relatives aux ventes de véhicules automobiles aux États-Unis, qui restent bien en deçà des niveaux enregistrés avant la crise à l'horizon projeté.

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne. La progression de l'emploi et du revenu des particuliers au cours de la période devrait entraîner une hausse légère mais soutenue des dépenses des ménages. Même si on prévoit que les exportations américaines augmenteront de façon marquée à l'horizon projeté, la contribution positive qu'elles apportent à la croissance sera probablement contrebalancée par des importations plus élevées jusqu'au début de 2012.

Pour ce qui est de la zone euro, les perspectives sont assombries par l'atonie de la demande intérieure. L'expansion économique en 2010 devrait être alimentée principalement par la hausse des exportations et est essentiellement conforme aux prévisions du *Rapport* de janvier. Toutefois, on s'attend maintenant à ce que la croissance en 2011 soit un peu plus faible. On n'entrevoit pas une reprise robuste avant 2012, en raison de la présence de capacités excédentaires dans de nombreux secteurs, et la consommation devrait être freinée par un redressement modeste des marchés du travail.

Les perspectives concernant le Japon demeurent largement inchangées, et la croissance repose fortement sur la demande extérieure. La consommation, qui a été stimulée par les transferts de l'État aux ménages et les programmes d'incitation à l'achat de biens durables, ne devrait pas contribuer de façon importante à l'expansion du PIB. On peut en dire autant des investissements, car les entreprises réduisent leurs capacités excédentaires.

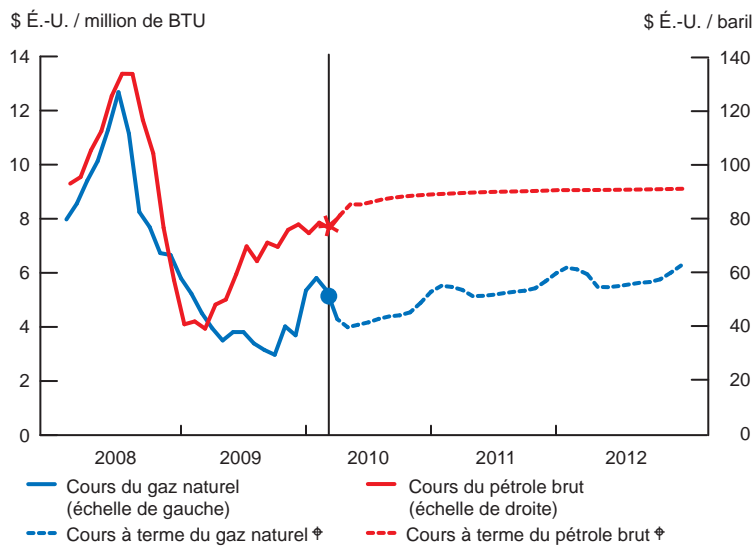
La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, les effets des mesures de relance antérieures commençant à se dissiper et les politiques monétaire et de crédit devenant moins expansionnistes, mais elle devrait se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %. On prévoit également que d'autres économies émergentes connaîtront une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui tient dans bien des cas à la hausse de la demande chinoise d'exportations.

La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, mais se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %.

L'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait augmenter d'environ 30 % au cours des trois prochaines années, à mesure que l'activité économique reprendra à l'échelle du globe, ce qui cadre en gros avec les projections de janvier de l'institution. À en juger par les marchés de contrat à terme, les cours du pétrole grimperont à quelque 91 dollars américains le baril en 2012, ce qui concorde aussi généralement avec les attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier (**Graphique 7**).

Graphique 7 : Les courbes des cours à terme laissent entrevoir une hausse des prix de l'énergie

Base 100 de l'indice des prix = janvier 2008, données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (16 avril 2010)
 • Cours au comptant du gaz naturel (16 avril 2010)
 † Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 avril 2010
 Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour avril 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 avril 2010.
 Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

Les déséquilibres des balances courantes à l'échelle du globe se sont atténués au cours de la récession, mais ils recommencent à s'accroître maintenant que l'économie mondiale se redresse et que les cours des produits de base se raffermissent. Comme l'ont déclaré les chefs d'État et de gouvernement du G20, de nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.

De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.

L'économie canadienne

La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* de janvier, sous l'effet du maintien de la détente monétaire et budgétaire, de l'amélioration des conditions financières, de l'accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale, de la bonification des termes de l'échange et du regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. La hausse plus prononcée qu'escompté du revenu des ménages et de la demande étrangère a donné un nouveau coup de fouet au dernier trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. On s'attend à ce que le rythme d'expansion du PIB réel se modère en 2010 et 2011, en raison de la vigueur persistante du dollar canadien, du retrait des mesures de relance budgétaire et du devancement, ces derniers trimestres, des dépenses des ménages et des investissements dans le secteur du logement à la faveur de l'assouplissement des conditions monétaires. Compte tenu du dynamisme de la croissance au cours des derniers trimestres, la Banque s'attend à ce que le niveau de l'activité au Canada soit plus élevé qu'anticipé précédemment pendant la période 2010-2011 et à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'estimait en janvier.

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu. La vigueur de l'inflation mesurée par l'indice de référence est attribuable à une combinaison de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux, tels que l'intensification de l'activité économique et la rigidité des augmentations de salaire par rapport à la productivité. Ce dernier facteur a contribué à la résilience, au cours de la dernière année, des prix de certains services intégrés à l'indice de référence. Vu la présence d'une offre excédentaire moins importante au sein de l'économie et la décélération plus graduelle des salaires qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont légèrement plus prononcées qu'en janvier. Tant le taux d'accroissement de l'indice de référence que celui de l'IPC global (à l'exclusion de l'effet de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique) devraient avoisiner la cible de 2 % tout au long de la période de projection.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre. Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 5 %, du fait que l'expansion vigoureuse de la demande intérieure finale et des exportations s'est poursuivie et que la hausse des

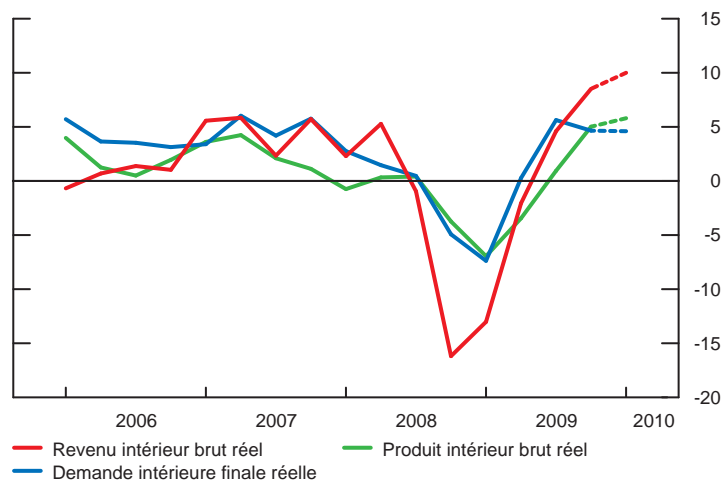
La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoit dans le Rapport de janvier.

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu.

La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre.

Graphique 8 : L'amélioration continue des termes de l'échange du Canada a stimulé le relèvement du revenu intérieur brut réel

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.
Sources : Statistique Canada et estimations de la Banque du Canada

importations a été nettement plus faible qu'au trimestre précédent. Le revenu intérieur brut réel s'est accru encore davantage que le PIB réel, sous l'influence d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange du Canada (**Graphique 8**).

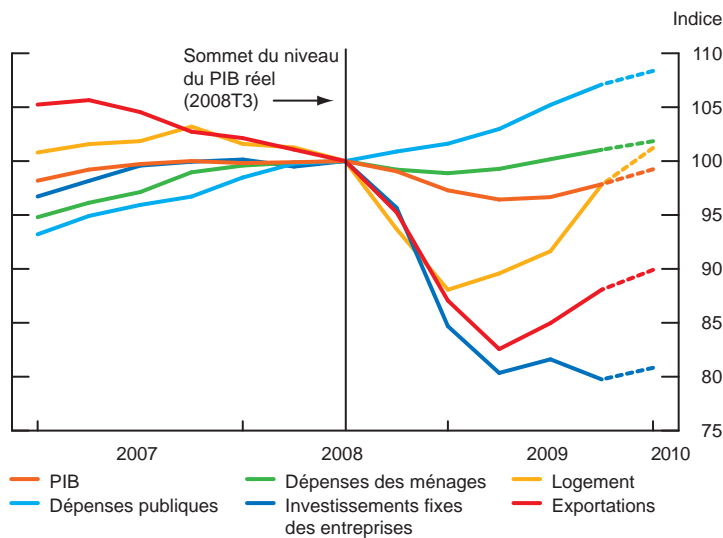
La croissance des investissements dans le logement au quatrième trimestre a dépassé les attentes, en raison de l'incidence plus marquée que prévu des bas taux hypothécaires et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire. Comme on s'y attendait, la part des dépenses publiques dans la croissance du PIB est aussi demeurée substantielle, compte tenu des mesures de relance budgétaire en cours. Les investissements fixes des entreprises ont chuté, annulant la modeste reprise observée au troisième trimestre. Les entreprises sont restées prudentes, attendant d'obtenir de plus amples preuves que le redressement de la demande n'est pas seulement passager, surtout aux États-Unis. Malgré tout, l'avance des exportations a été plus forte qu'escompté, grâce à la reprise plus ferme de l'activité économique américaine. Parallèlement, les importations se sont inscrites en légère hausse, à la suite d'une poussée exceptionnelle au troisième trimestre. Dans l'ensemble, les ventes ont bondi au quatrième trimestre, et les entreprises ont réduit leurs stocks à un rythme plus rapide qu'au troisième trimestre, ce qui a fait encore reculer le ratio stocks/ventes.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010, sous l'impulsion d'un essor généralisé de la demande intérieure, de nouveaux gains au chapitre des exportations et du début d'une inversion du cycle des stocks. Le fait que les ménages se soient empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire, le 31 janvier 2010, a encore stimulé, de façon temporaire, les investissements dans le secteur résidentiel. En outre, la Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises aient entamé leur hausse cyclique, selon ce que laissent entrevoir de récents indicateurs, qui évoquent un redressement marqué dans le secteur du pétrole et du gaz naturel et les industries de fabrication de biens connexes.

Graphique 9 : La résilience des dépenses des ménages et l'augmentation soutenue des dépenses publiques ont alimenté l'activité économique

Base 100 de l'indice = 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.

Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Bien que l'accroissement du PIB réel aux deux derniers trimestres ait été plus soutenu qu'on ne l'escomptait, il n'est pas inhabituel, à ce stade du cycle économique, d'observer une poussée temporaire de la croissance. Afin de mettre en perspective la récession et la reprise récentes, il est utile d'examiner les principales composantes de la demande globale en fonction des niveaux atteints. La tenue relative de ces composantes diffère de manière notable selon celles qui sont envisagées (**Graphique 9**). La vigueur des dépenses publiques et, à un degré moindre, celle des dépenses des ménages ont amorti sensiblement le ralentissement de l'activité et facilité la reprise. Par contraste, le niveau des investissements fixes des entreprises est encore très faible. Les exportations demeurent bien en deçà du niveau auquel elles se situaient avant la récession, en raison d'une moins grande compétitivité et de la faiblesse persistante de la demande aux États-Unis (**Graphique 10**). Par suite de cette évolution, le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2010 était encore d'environ 1 % inférieur à son sommet du troisième trimestre de 2008, et de quelque 2 % en deçà de son potentiel.

La vigueur des dépenses publiques et, à un degré moindre, celle des dépenses des ménages ont amorti sensiblement le ralentissement de l'activité et facilité la reprise.

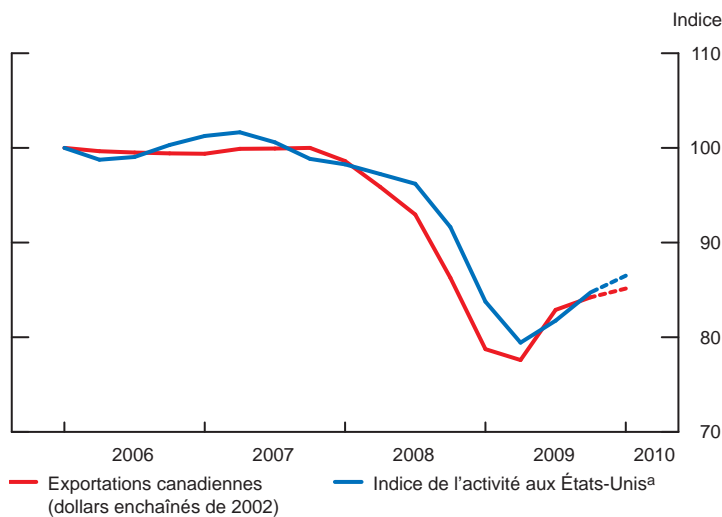
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

L'offre excédentaire a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009, mouvement qui s'est poursuivi au premier trimestre de 2010, l'activité progressant beaucoup plus rapidement que la production potentielle¹. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production s'est établie à -2,3 % au premier trimestre (**Graphique 11**). Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, l'institution tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/printemps/bos0410f.pdf>), les pressions sur la capacité de production

¹ Comme en janvier, la Banque estime que le taux d'expansion de la production potentielle a touché un creux de 1,2 % en 2009. Ce taux devrait remonter à 1,5 % en 2010, puis passer à 1,9 % en 2011 et 2012.

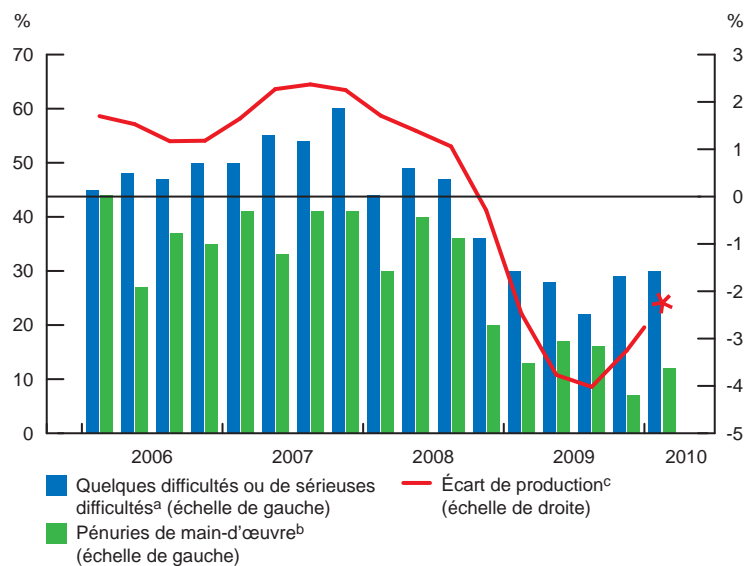
Graphique 10 : Le niveau des exportations canadiennes demeure déprimé en raison notamment de la faiblesse de l'activité aux États-Unis

Base 100 de l'indice = 2006T1, données trimestrielles



a. La Note technique 2 de la livraison de juillet 2009 du *Rapport*, intitulée « L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada », offre des précisions sur l'indice en question.
 Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.
 Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Graphique 11 : Bien qu'elle demeure considérable, l'offre excédentaire affichée par l'économie canadienne a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009



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. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
 c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2010 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 5,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

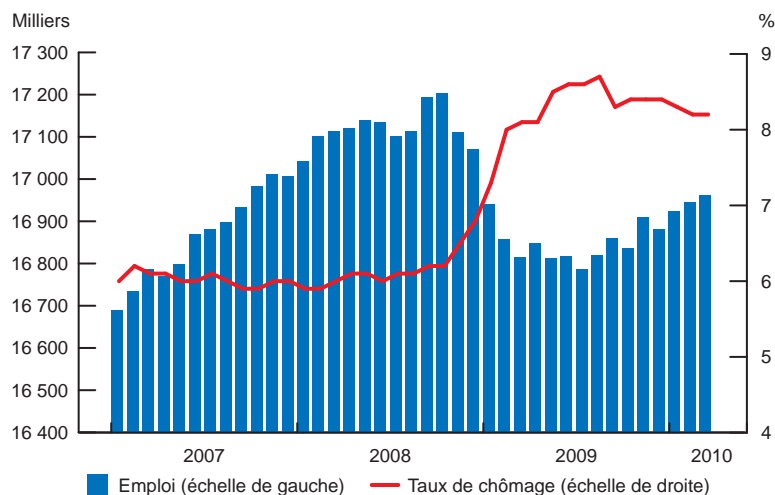
Dernière observation : 2010T1

sont demeurées limitées au premier trimestre, puisque la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours faible.

Des indicateurs récents portent à croire que la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer graduellement, dans la foulée du redressement du PIB réel. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont commencé à remonter au milieu de 2009 et le taux de chômage s'est inscrit en légère baisse, bien que son niveau demeure relativement élevé (**Graphique 12**). Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés au printemps, le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre n'a que peu augmenté par rapport au creux observé au quatrième trimestre de 2009.

Graphique 12 : La situation sur le marché du travail s'améliore graduellement

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2010

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration en cours de divers secteurs de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'escomptait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux. Alors qu'on s'attendait à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence demeure relativement stable à court terme, il est passé de 1,5 % en novembre à 2,1 % en février (**Graphique 13**). Cette augmentation s'explique en partie par des facteurs temporaires, tels que le profil inusité des prix des véhicules automobiles neufs depuis l'inclusion des modèles 2010 dans l'IPC, en novembre, et la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver.

Plus généralement, malgré l'importante offre excédentaire au sein de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix de certaines composantes des services intégrés à l'indice de référence, dont une hausse

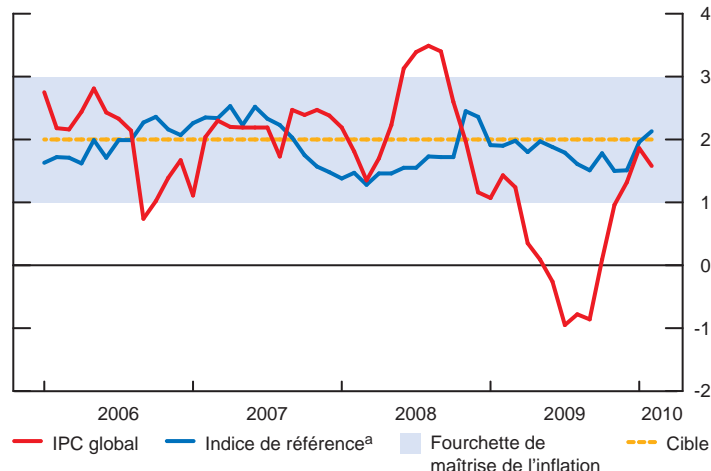
La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'escomptait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix des services intégrés à cet indice.

Graphique 13 : L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée que prévu

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

Dernière observation : février 2010

L'inflation mesurée par l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieure aux projections.

appréciable de certains prix réglementés (p. ex., communications, droits de scolarité et services de câblodistribution). Cette résilience tient à la décélération plus lente que prévu des salaires, étant donné que les coûts de main-d'œuvre représentent une part importante des coûts totaux de production des services pris en considération. Les frais de logement ont aussi augmenté à un rythme supérieur aux pronostics, du fait que la demande dans ce secteur s'est redressée plus rapidement qu'escompté à la faveur du devancement de certaines dépenses par les ménages.

Dans l'ensemble, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieur aux chiffres avancés dans le *Rapport* de janvier, puisque l'accélération plus forte que prévu de l'inflation fondamentale a été compensée en partie par le fait que les prix de certaines composantes volatiles, en particulier l'énergie et les légumes, ont été plus bas qu'on ne s'y attendait.

Étant donné que la reprise de l'activité économique au Canada se raffermi, tout comme les prix de l'énergie, les indicateurs des attentes d'inflation à court terme se sont élevés pour se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les compilations de Consensus Economics parues en avril, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés ce printemps continuent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée l'institution, bien qu'une proportion plus importante des firmes (40 %) envisage le maintien de l'inflation dans la moitié supérieure de cette fourchette. En outre, les mesures des attentes d'inflation à long terme qui se fondent sur le marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

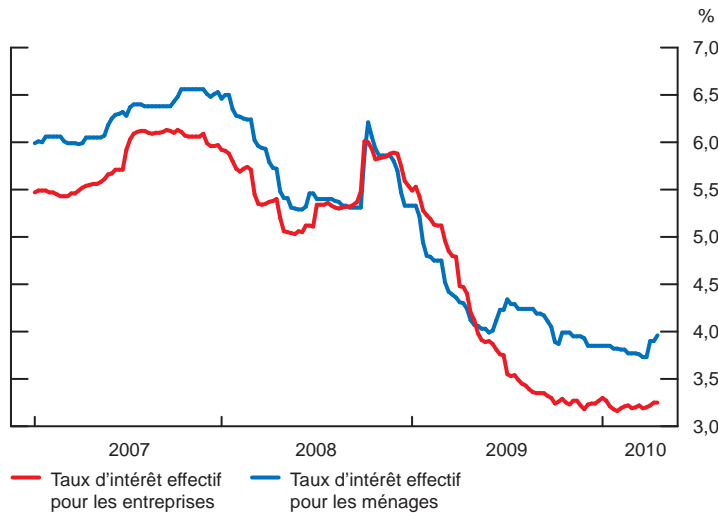
Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada ont été favorables ces derniers mois, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique. Vu l'abondante liquidité des marchés monétaires, les coûts de financement des banques canadiennes sont demeurés très faibles. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens sont également restés à un niveau exceptionnellement bas, malgré une certaine hausse des taux hypothécaires (**Graphique 14** et **Tableau 2**). Dans ce contexte, tant le crédit hypothécaire que le crédit à la consommation ont continué de croître à un rythme encore plus rapide que prévu (**Graphique 15**), ce qui a alimenté les dépenses des ménages et les investissements dans le logement.

Les conditions financières au Canada ont fourni un soutien continu à la reprise économique.

Graphique 14 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

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

Dernière observation : 16 avril 2010

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

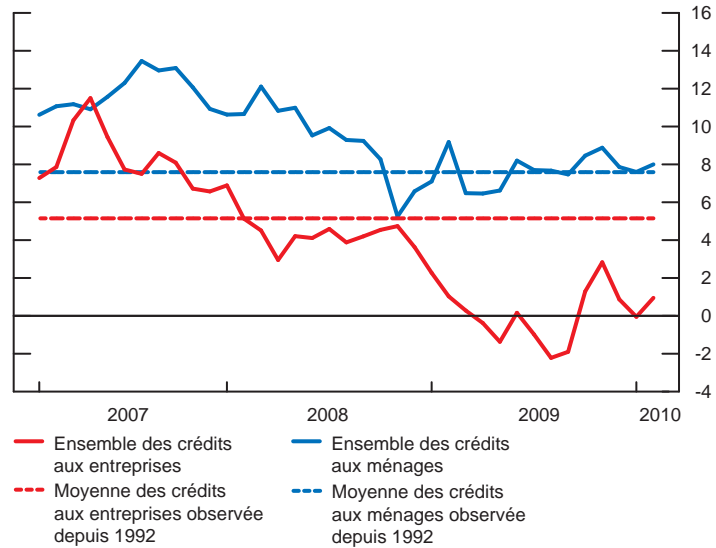
En pourcentage

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 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
24 janvier 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 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
22 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,80	0,43	4,06
21 janvier 2010	0,25	2,25	2,05	5,47	0,44	3,72
16 avril 2010	0,25	2,25	1,75	6,10	0,57	4,20

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

Graphique 15 : Le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme robuste, mais le crédit aux entreprises est faible

Taux de variation sur trois mois annualisé

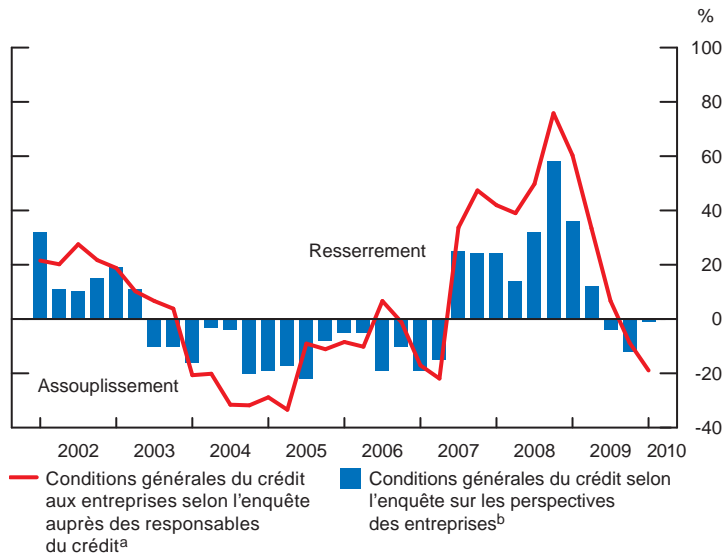


Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2010

Graphique 16 : Les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont assouplies au premier trimestre de 2010

Solde des opinions



a. 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

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T1

Les résultats des plus récentes enquêtes de la Banque montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes sociétés.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes sont aussi restés très peu élevés. Pour le premier trimestre de 2010, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2010T1.pdf>) (Graphique 16) montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes

sociétés, et qu'elles se sont stabilisées pour ce qui est des petites entreprises et des sociétés commerciales, après s'être resserrées pendant plusieurs trimestres consécutifs. Un portrait similaire se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises : les grandes sociétés continuent de faire état d'un relâchement, tandis que les petites et moyennes entreprises estiment que les normes d'octroi de prêts se sont dans l'ensemble resserrées.

Conformément à l'évolution du cycle économique observée au début des années 1990, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises est demeurée faible au cours des derniers mois, en dépit de la remontée naissante du PIB réel global.

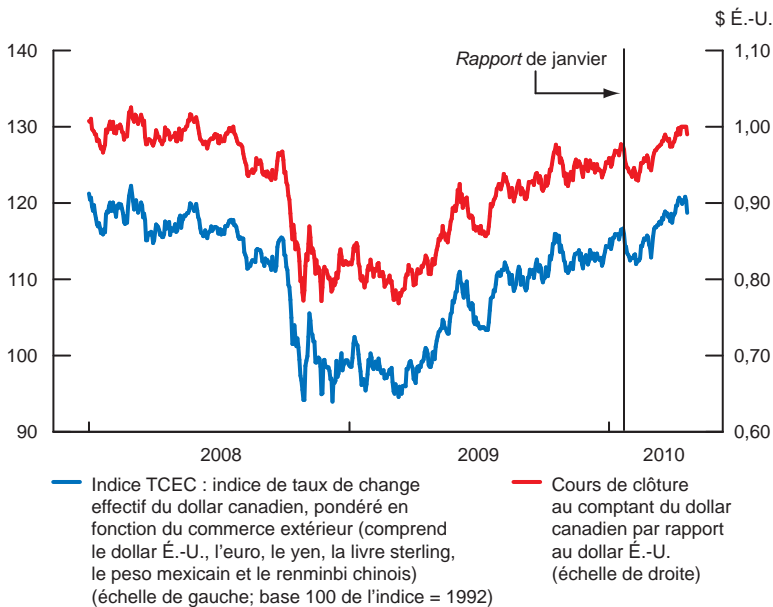
Comme c'est le cas depuis le début du ralentissement économique, les agrégats monétaires au sens étroit ont poursuivi leur vive expansion. Cette situation s'explique à la fois par le désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise soit bien enclenchée et par le fait que les bas taux d'intérêt stimulent peu la demande de placements à long terme. En janvier et en février, le taux d'accroissement moyen, en glissement annuel, de l'agrégat monétaire au sens étroit M1+ (à environ 15 %) dépassait de beaucoup ce qu'on a observé historiquement, alors que celui de l'agrégat au sens large M2++ (à moins de 6 %) s'inscrivait légèrement en deçà de sa tendance passée. La Banque prévoit que l'accroissement des encaisses monétaires au sens étroit diminuera au fil du temps, à mesure que la conjoncture économique se redressera.

Le taux de change

Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport* de janvier et, récemment, il s'est établi en moyenne aux alentours de 99 cents É.-U., soit à un niveau d'environ 3 % plus élevé que le chiffre de 96 cents É.-U. postulé en janvier (**Graphique 17**).

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

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 16 avril 2010

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque tient compte dans son scénario de référence des principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 99 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

Le profil de croissance de l'économie canadienne montre une expansion plus prononcée en début de période que celui présenté dans le *Rapport* de janvier. Compte tenu de la progression du PIB réel beaucoup plus forte qu'escompté au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010, la Banque estime maintenant que le taux de croissance redescendra plus rapidement à son niveau tendanciel (**Graphique 18**). Cette révision à la baisse du rythme de croissance entre le deuxième trimestre de 2010 et la fin de 2011 tient à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance des autorités publiques ont entraîné un devancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un volume de dépenses nettement plus grand que prévu, aux perspectives de croissance légèrement plus faibles de l'économie américaine à partir du second semestre de cette année et au niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien. La Banque entrevoit maintenant que la croissance du PIB atteindra, en moyenne annuelle, 3,7 % en 2010 avant de ralentir progressivement pour s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012 (**Tableau 3**). Elle s'attend à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt que projeté en janvier.

L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance. D'ici 2011, le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure au pays. À cet égard, les estimations de la Banque concernant la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel laissent penser qu'elle a culminé à environ 2 points de pourcentage au second semestre de 2009 et qu'elle se repliera graduellement, pour devenir négative au second semestre de 2011.

Bien qu'on s'attende à un certain ralentissement par rapport à la cadence rapide enregistrée au début de l'année, les dépenses de consommation devraient afficher une croissance robuste tout au long de la période de projection, à la faveur de la détente monétaire, des gains au chapitre de l'emploi et du revenu du travail, ainsi que du regain de confiance des consommateurs. Toutefois, la hausse récente de l'endettement des ménages et l'accroissement futur du ratio du service de la dette devraient modérer la dépense des ménages dans les années à venir.

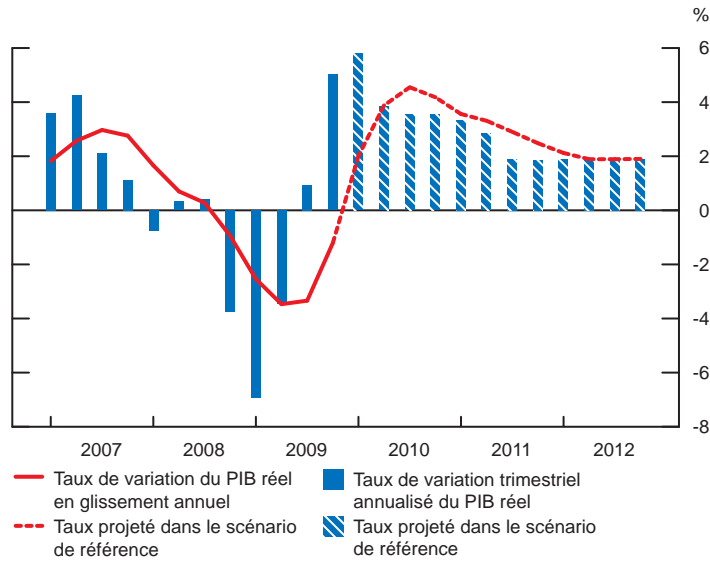
Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011, compte tenu de l'importante activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 (en raison des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire qui a récemment pris fin), combinée au renchérissement des prêts hypothécaires et au resserrement de leurs conditions d'octroi.

La Banque prévoit que l'économie progressera de 3,7 % en 2010, de 3,1 % en 2011 et de 1,9 % en 2012.

L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance.

Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait ralentir par rapport à la cadence rapide affichée au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage^a

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,1 (0,1)	1,9 (1,7)	1,7 (1,8)	1,5
Logement	-0,5 (-0,5)	0,6 (0,3)	-0,1 (0,0)	0,1
Administrations publiques	1,1 (1,0)	1,3 (1,3)	-0,2 (-0,3)	-0,5
Investissements fixes des entreprises	-2,2 (-1,9)	0,2 (0,1)	0,8 (0,8)	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	-1,5 (-1,3)	4,0 (3,4)	2,2 (2,3)	1,9
Exportations	-4,5 (-4,4)	2,1 (1,9)	1,8 (2,1)	1,4
Importations	4,3 (4,4)	-2,9 (-3,1)	-1,6 (-1,8)	-1,5
Total partiel : exportations nettes	-0,2 (0,0)	-0,8 (-1,2)	0,2 (0,3)	-0,1
Stocks	-0,9 (-1,2)	0,5 (0,7)	0,7 (0,9)	0,1
PIB	-2,6 (-2,5)	3,7 (2,9)	3,1 (3,5)	1,9
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9 ^b)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,9)	5,6 (4,2)	3,7 (4,6)	2,4

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

b. Chiffre tiré du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2009

La reprise graduelle des investissements des entreprises qui a commencé au début de 2010 devrait s'intensifier pendant la période de projection, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité dans un contexte international plus concurrentiel. Les prévisions de la Banque quant aux dépenses d'investissement en 2010 cadrent avec les résultats de son enquête du printemps sur les perspectives des entreprises et ceux de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public réalisée au début de l'année 2010. En ce qui a trait aux stocks des entreprises, l'ajustement exigé pour ramener le

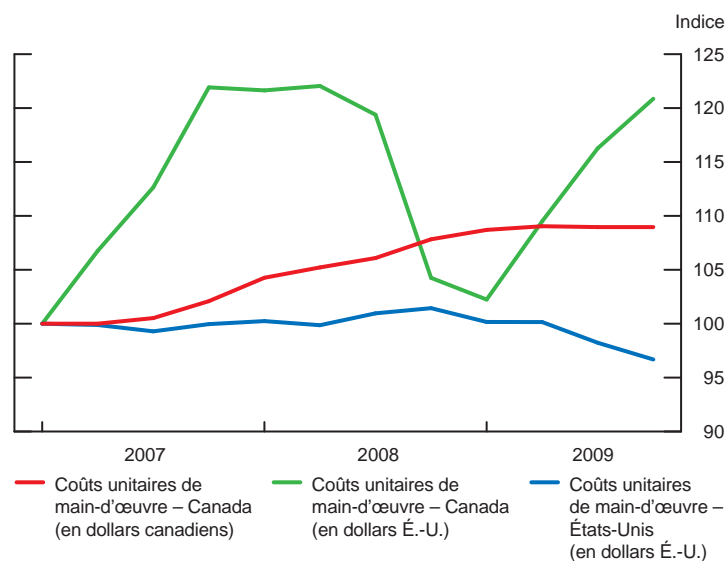
La reprise des investissements des entreprises devrait s'intensifier, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité.

ratio stocks/ventes à un niveau plus soutenable semble être essentiellement achevé, ce qui devrait appuyer la progression du PIB réel au cours de la période de projection.

On entrevoit que les exportations augmenteront durant la période de projection, sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix mondiaux des produits de base. La vigueur persistante du dollar canadien et l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre viendront cependant freiner leur expansion (**Graphique 19**). La croissance des exportations en 2011 devrait être un peu plus faible qu'on ne l'escomptait en janvier, en raison des perspectives plus modérées de l'activité aux États-Unis et de la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien. Le volume des importations devrait également progresser à un rythme quelque peu plus lent au cours de la période de projection, compte tenu des nouvelles prévisions concernant la croissance de la demande intérieure et des exportations.

Graphique 19 : La hausse plus rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre au Canada et l'appréciation de notre dollar ont réduit notre compétitivité par rapport aux États-Unis

Coûts unitaires de main-d'œuvre
Base 100 de l'indice = 2007T1, données trimestrielles



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

Dernière observation : 2009T4

Les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

La projection en matière d'inflation

Comme le niveau supérieur des dépenses qui ont été devancées se traduit par une offre excédentaire un peu plus faible, ainsi que par une décélération des salaires plus graduelle qu'escompté précédemment, les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation tient maintenant compte de l'incidence estimative de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique. À compter du 1^{er} juillet 2010, ces deux provinces harmoniseront leur taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services seront taxés en Ontario et en Colombie-Britannique. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC

global entre juillet 2010 et juin 2011². Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait entraîner au fil du temps un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation. Mais il est particulièrement difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies se transmettront graduellement au cours du second semestre de l'année et finiront par représenter au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence et de l'IPC global. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer légèrement en 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera et que les remboursements de taxes aux entreprises (résultant de l'entrée en vigueur de la TVH) seront répercutés sur les consommateurs (**Tableau 4**)³. Étant donné que les attentes d'inflation sont bien ancrées, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait rester près de la cible tout au long de la période de projection. L'influence du récent ralentissement de la croissance des salaires, couplée à l'amélioration de la productivité du travail, sera contrebalancée par la résorption graduelle de l'offre excédentaire (**Graphique 20**).

L'inflation devrait avoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection.

Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2009	2010				2011				2012			
	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)	5,0 (3,3)	5,8 (3,5)	3,8 (4,3)	3,5 (4,0)	3,5 (3,8)	3,3 (3,8)	2,8 (3,3)	1,9 (2,8)	1,9 (2,2)	1,9	1,9	1,9	1,9
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,2 (-1,5)	2,0 (1,0)	3,9 (2,9)	4,5 (3,8)	4,2 (3,9)	3,6 (4,0)	3,3 (3,7)	2,9 (3,4)	2,5 (3,0)	2,1	1,9	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,0 (1,6)	1,9 (1,7)	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	1,7 (1,8)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global^b (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,7	1,7	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,9)	1,7 (1,6)	1,7 (1,8)	2,0 (1,8)	2,1 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI^c (niveau)	76 (76)	79 (81)	86 (83)	88 (84)	89 (86)	89 (87)	90 (88)	90 (88)	90 (89)	91	91	91	91

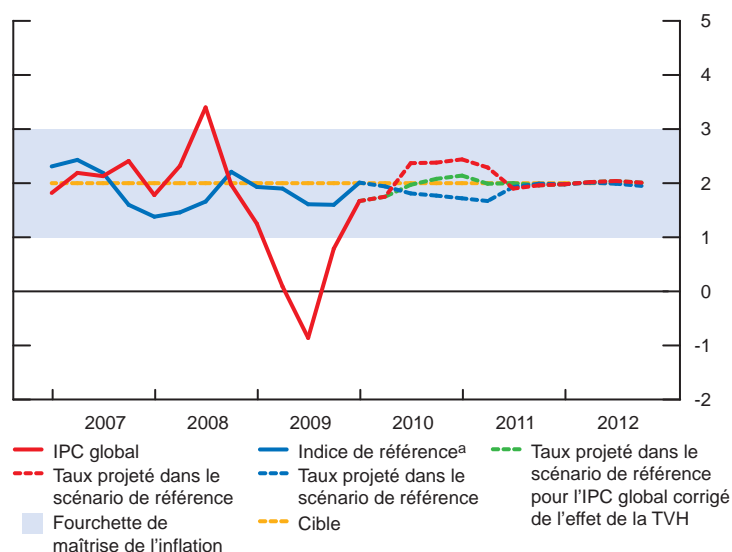
- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.
- b. Contrairement à celles dont faisait état le *Rapport* de janvier, les valeurs projetées de l'IPC global présentées ici intègrent l'effet de la TVH.
- c. 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 16 avril 2010.

² On prend pour hypothèse que la proportion du panier de consommation touchée par cette hausse fiscale s'élèvera à environ 15 %. L'Ontario et la Colombie-Britannique comptent respectivement pour 41 % et 14 % de la dépense totale des ménages canadiens au titre des biens et services.

³ Cela tient au fait que l'indice de référence exclut l'effet des modifications des impôts indirects payés par le consommateur, mais qu'il n'exclut pas l'effet des modifications des impôts indirects touchant les intrants.

Graphique 20 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

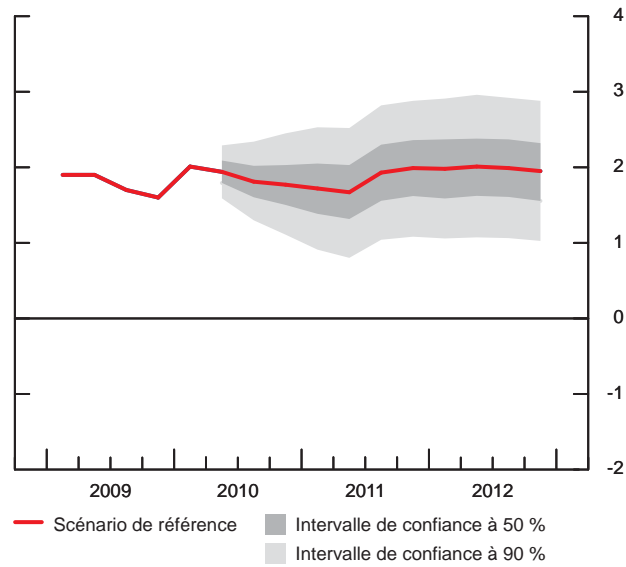
L'inflation mesurée par l'IPC global, exclusion faite des effets de la TVH, devrait être un peu plus élevée au cours de la prochaine année qu'on ne l'avait projeté dans le *Rapport* de janvier. Les effets de la faiblesse temporaire des prix des composantes énergétiques — notamment du gaz naturel — cessant de se refléter dans les données, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait retourner à 2 % à la mi-2010. Si l'on prend en compte les effets de la TVH, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 21** et **22** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2010 à la fin de 2012⁴.

4 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.

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

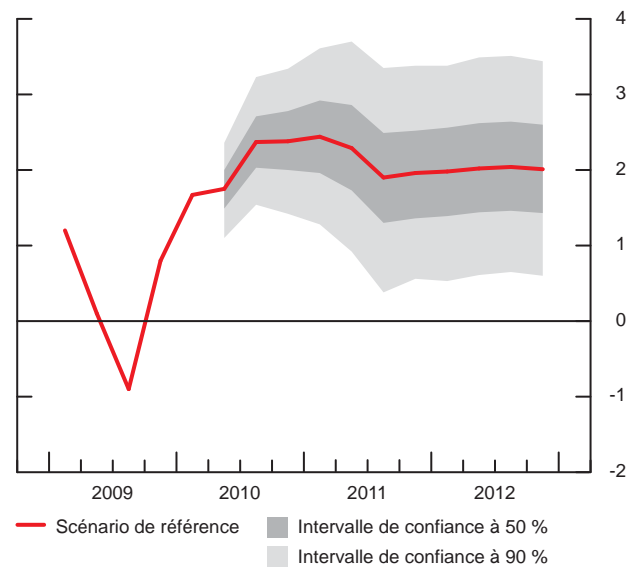
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

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

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Les mesures d'intervention

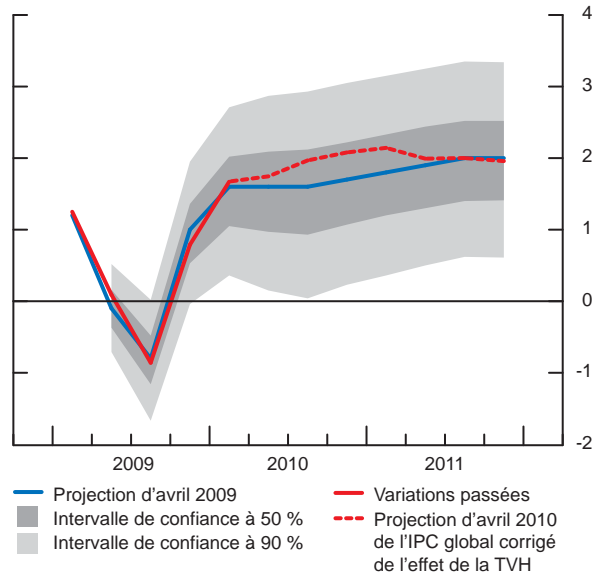
En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques (**Note technique**), ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

Le 20 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009

Graphique A : Tout au long du premier trimestre de 2010, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué d'une façon conforme à la projection d'avril 2009...

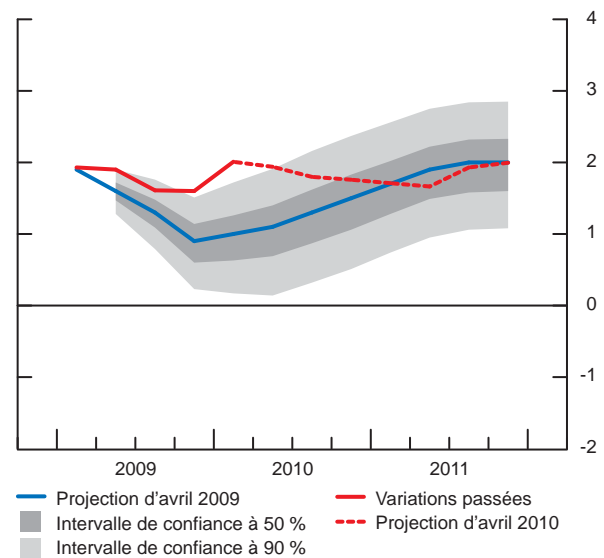
Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique B : ... mais l'inflation mesurée par l'indice de référence a été nettement plus élevée que ce qui avait été prévu il y a un an

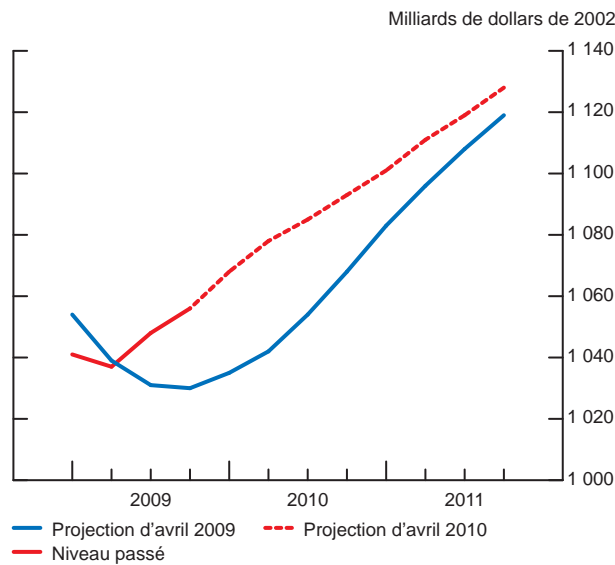
Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique C : La dépense intérieure du secteur privé s'est avérée plus robuste que prévu

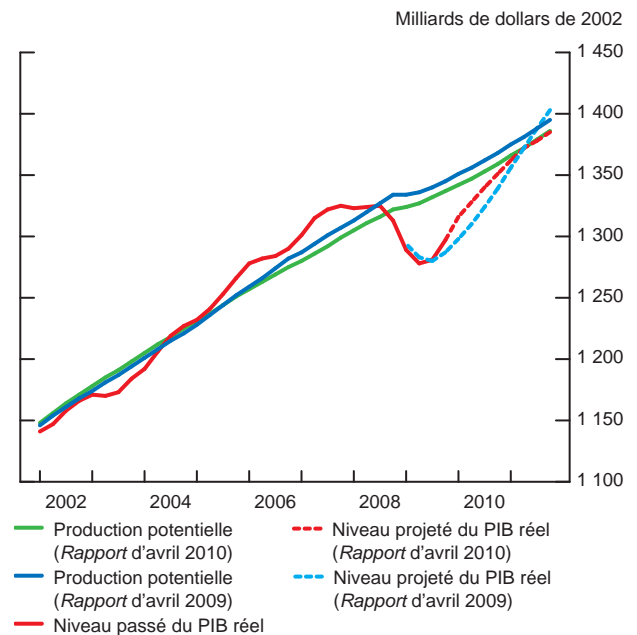
Demande intérieure du secteur privé en termes réels, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique D : Le niveau du PIB réel a été plus élevé et l'offre excédentaire plus modérée que prévu

PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables continuent de peser sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit pour le moment. Au Canada, bien que la consommation privée et les investissements dans le secteur résidentiel aient récemment progressé à un rythme encore plus rapide qu'anticipé, la Banque prévoit que la croissance de la consommation privée décélérera pour revenir à un taux plus soutenable et que l'activité dans le secteur du logement connaîtra un repli sensible. Il se pourrait néanmoins que l'élan de la demande intérieure dépasse les attentes actuelles en raison du niveau de confiance très élevé des ménages et du caractère favorable des conditions de financement. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait créer des pressions inflationnistes additionnelles en stimulant la demande d'exportations canadiennes et en améliorant les termes de l'échange.

Il existe deux principaux risques à la baisse concernant l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. La Banque s'attend à ce que la demande du secteur privé soit suffisamment forte une fois que les mesures de relance budgétaire auront pris fin. Il se pourrait cependant qu'elle prenne plus de temps qu'il n'est prévu actuellement pour progresser d'elle-même et qu'elle fléchisse lorsque les politiques de relance seront abolies. Il est également possible que les inquiétudes liées au crédit souverain s'intensifient, ce qui provoquerait une hausse des coûts d'emprunt et un resserrement plus rapide des politiques budgétaires dans certains pays. L'un ou l'autre de ces facteurs entraînerait une baisse de la demande privée mondiale par rapport à la projection établie par la Banque dans son scénario de référence. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes amenuisés durant la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance suppose non

seulement l'assainissement des finances publiques, dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi l'essor de la demande intérieure, favorisé par les autorités, et le rajustement des taux de change réels, dans le cas des pays en excédent. Si ces conditions ne se réalisaient pas, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.